Convertible Bonds

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Universität Frankfurt a. Main

vorgelegt von

Dipl.-Kfm. Kurt Dallwig

aus Köln-Mülheim.

Würzburg 1935

Buchdruckerei Richard Mayr.

Referent: Professor Dr. Dr. F. Schmidt
Korreferent: Professor Dr. W. Kalveram

Tag der mündlichen Prüfung: 26. Februar 1932

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Inhaltsverzeichnis.

Seite:

A. Einleitung: Erscheinungsformen neuer Obligationen auf dem deutschen Kapitalmarkte nach der Inflation 1

B. Hauptteil:

I. Entwicklung der Convertible Bonds

1. Ihre Entstehung und Verbreitung in den Vereinigten Staaten von Amerika 2
2. Ihre Einführung nach Deutschland 6
   a) Gründe für ihre Einführung 6
   b) Zeit ihrer Einführung 8

II. Wesen der Convertible Bonds

1. in Bezug auf die Umtauschberechtigten 9
2. in Bezug auf die Umtauschobjekte 10
3. in Bezug auf das Umtauschverhältnis und den Umtauschkurs 11
   a) Begriffsbestimmung 11
   b) die verschiedenen Arten 12
   c) ihre Bedeutung 13
      aa) für die emittierende Gesellschaft 13
      bb) für den Inhaber 14
4. in Bezug auf die Umtauschfristen 19
5. in Bezug auf die Sicherung des Umtauschanspruches . 21
6. in sonstiger Beziehung 23

III. Berechnung des Bezugsrechtswertes bei Convertible Bonds . 31

IV. Verbuchung von Convertible Bonds

1. bei Vorhandensein von Vorratsaktien 39
2. bei Neuschaffung von jungen Aktien im Zeitpunkte des Umtausches 48

V. Convertible Bonds und Steuer

1. Versteuerung bei der Unternehmung 50
   a) Kapitalverkehrssteuergesetz 50
      aa) Wertpapiersteuer bei Ausgabe der Convertible Bonds 50
      bb) Gesellschaftssteuer bei Umwandlung der Convertible Bonds 51
      cc) Anrechnung der gezahlten Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer 55
   b) Körperschafts- und Gewerbesteuerrahmengesetz . . 58
2. Versteuerung bei dem Inhaber 58

VI. Liquiditätsproblem bei Convertible Bonds 59

Seite

VII. Divergenz und Kongruenz von Bonds- und Aktienkursen
1. Preisbildung für Aktien im allgemeinen 61
2. Preisbildung für Schuldverschreibungen im allgemeinen . 64
3. Einwirkung der Preisbildung für Aktien auf diejenige für Schuldverschreibungen 65

VIII. Auswirkung der Convertible Bonds
1. auf die Bondsinhaber selbst 68
a) Vorteile 68
aa) bei Ausübung des Konversionsrechtes . . . 68
bb) bei einer Sanierung der emittierenden Gesellschaft 70
cc) bei einer Spekulation in Aktien derselben Gesell- Gesellschaft 71
b) Nachteile 72
aa) bei einer Kapitelerhöhung 72
bb) bei Bilanzmanövern der Gesellschaft . . . 74
cc) bei Ausübung des Konversionsrechtes . . . 76
2. auf die emittierende Gesellschaft 76
a) Vorteile 76
aa) Möglichkeit der Kapitalbeschaffung schlechthin . 76
bb) Zinsersparnis gegenüber anderen Finanzierungsmitteln 78
b) Nachteile 80
aa) Vermögenseinbuße durch Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre 80
bb) Ungewißheit über die spätere Vornahme des Umtausches 81
cc) Behinderung in der Vornahme von Finanzierungstransaktionen zwischen Emissions- und Umtauschzeit 81
3. auf die alten Aktionäre 82

IX. Emission von Convertible Bonds in rechtlicher Beziehung
1. de lege lata 84
a) Neuschaffung von Vorratsaktien 84
b) Unterpariausgabe von Aktien mit Hilfe von Convertible Bonds 88
2. de lege ferenda 89

C. Schluß: Empfiehlt sich eine Einführung der Convertible Bonds in Deutschland? 98

Literaturverzeichnis.

A. Einleitung.

Erscheinungsformen neuer Obligationen auf dem deutschen Kapitalmarkte nach der Inflation.

Es sind zwei große Kategorien von Effekten, die den deutschen Kapitalmarkt beherrschen; einmal die Anteilsrechte an Aktien- und Bergwerksgesellschaften, die Aktien und Kuxe, und zum anderen die festverzinslichen Wertpapiere. Die letztere Gruppe besteht wieder auf Privatobligationen, Schuldverschreibungen des Reiches, der Länder und Gemeinden, Rentenanleihen und Pfandbriefen. Die Genußscheine bilden ein Mittelding zwischen diesen beiden Hauptarten; je nach ihren Emissionsbedingungen ähneln sie bald den Aktien, bald den festverzinslichen Papieren.

In der Vorkriegszeit und den ersten Jahren nach Beendigung des Weltkrieges wiesen die genannten Effektenarten innerhalb ihrer Gruppen grundlegende Verschiedenheiten nicht auf. Die Aktien gliederten sich in Stamm- und Vorzugsaktien. Das Charakteristikum der letzteren lag darin, daß sie mit einem Anspruchsrecht auf prioritätische Dividende ausgestattet waren. So glich eine Stammaktie der anderen und eine Vorzugsaktie der anderen. Ebenso bestanden keine Differenzierungen unter den Privatobligationen, Schuldverschreibungen öffentlicher Verbände, Rentenanleihen und Pfandbriefen.

In der Zeit nach der Inflation erschienen auf dem deutschen Kapitalmarkte plötzlich neue Formen von Privatobligationen, die man bis dahin noch nicht gekannt hatte. Es hatte den Anschein, als wollte man sie aus ihrer Starrheit, die ihre Grundlage in der festen Verzinsung und dem sich daraus ergebenden verhältnismäßig festen Kurs hatte, herausbringen und sie gewissermaßen — der Verfasser möchte hierfür den terminus prägen — elastifizieren. Wirtschaftlich gesehen wurden sie der Kategorie der Aktien näher gebracht, indem ihre Verzinsung teilweise von der zur Ausschüttung gelangenden Dividende abhängig gemacht wurde oder man sie mit Zusatzrechten versah, die darin bestanden, daß sie später in Aktien umgetauscht werden konnten oder man ihren Besitzern ein Bezugsrecht auf Aktien zusicherte. Diese Neuerscheinungen von Finanzierungsmitteln entsprangen nicht deutschem Erfindergeiste, vielmehr wurden sie vom Auslande, besonders den Vereinigten Staaten von Amerika, übernommen, wo sie schon seit Jahrzehnten eine erhebliche Rolle als Mittel zur Kapitalbeschaffung spielen.

Es sind dies vor allem drei Arten von Schuldverschreibungen, zum ersten die Gewinnobligationen, deren Wesen darin besteht, daß sie

entweder mit dem Recht auf eine Mindestverzinsung ausgestattet sind, die sich mit dem Überschreiten eines bestimmten Dividendensatzes automatisch erhöht (participating bonds), oder sie werden vom erzielten Gewinn ganz abhängig gemacht, d. h. Zinsen werden nur gezahlt, wenn die Gesellschaft tatsächlich verdiente (income bonds). Eine zweite Art sind die Bezugsrechtsobligationen. Sie sind mit dem zusätzlichen Recht auf späteren Bezug von Aktien derselben Gesellschaft ausgestattet. Zum dritten erschienen auf dem deutschen Kapitalmarkte die Convertible Bonds, die nach Wahl des Inhabers an einem später gelegenen Termin in Aktien meist derselben Gesellschaft umgetauscht werden können. Der Hauptunterschied der beiden letzteren Arten besteht darin, daß die Bezugsrechtobligationen nach dem ausgeübten Bezugsrecht weiterbestehen bleiben, die Convertible Bonds (im folgenden c. b.) dagegen, da sie in Aktien umgetauscht werden, untergehen.

Es soll Aufgabe der vorliegenden Abhandlung sein, sich mit den c. b. zu beschäftigen. Die Gründe für ihre Einführung nach Deutschland, die auch für die Einführung der übrigen genannten Neuerscheinungen gelten, werden an späterer Stelle zu untersuchen sein.

. *Entwicklung der Convertible Bonds.*

1. Ihre Entstehung und Verbreitung in den Vereinigten Staaten von Nordamerika.

Convertible Bonds sind Schuldverschreibungen mit meist festem Zinsversprechen, deren Inhaber oder seltener emittierende Gesellschaft oder beide (in diesen Fällen zeitlich getrennt) gemäß den Emissionsbedingungen das Recht haben, ihre Umwandlung in andere Objekte, meist Aktien derselben Gesellschaft, an einem bestimmten Termin oder während einer bestimmten Frist in einem bestimmten Verhältnis oder zu einem bestimmten Kurse zu verlangen.

Ihr Mutterland sind die Vereinigten Staaten von Nordamerika. Die amerikanische Finanzierungsliteratur gibt einen genauen Zeitpunkt ihrer Entstehung nicht an. Dewing[1]), der wohl als der bedeutendste amerikanische Autor auf dem Gebiete des Finanzierungswesens zu bezeichnen ist, schreibt, daß sie für die Finanzierungspraxis während der letzten 50 Jahre in Mode gekommen seien. Ripley[2]) gibt als Zeitpunkt ihrer Entstehung die Jahre nach dem Sezessionskriege (1861 bis 1865) an. Hoffmann[3]), wahrscheinlich im Anschluß an Ripley, be-

1) Dewing A. St. „The Financial policy of corporations" New-York 1929, S. 218.

2) Ripley W. Z. „Railroads finance and organization" New-York 1927 S. 157.

3) Hoffmann A., „Die Convertible Bonds" i. Wirtschaftsdienst Nr. 49 v. 5. 12. 1924, S. 1681 ff.

hauptet ebenfalls, daß sie während des Sezessionskrieges und den darauf folgenden Jahren entstanden seien. Vollkommen fehlt geht Picard[4]), der in einer Aufstellung über sämtliche bis zum Jahre 1910 erfolgten Emissionen die von der Pennsylvania Railroad Company im Jahre 1902 (!) vorgenommene als die erste bezeichnet.

Im Gegensatz zu diesen mehr oder minder stark divergierenden Angaben weisen zwei deutsche Autoren eine frühere Zeit als Jahre der Entstehung der c. b. nach. Singer[5]) schreibt, daß die ersten c. b. von der New-York und Erie Railroad Company im Jahre 1843 emittiert worden sind, und Huppertz[6]) gibt in seiner Arbeit Details über verschiedene bereits in den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts vorgenommene Emissionen von Wandelanleihen. Die Angaben der erstzitierten Autoren sind daher als ungenau zu bezeichnen. Als Zeitpunkt der Entstehung der c. b. muß vielmehr das Jahr 1843 angesehen werden. Die folgenden Emissionen fallen dann in die fünfziger Jahre des vorigen Jahrhunderts.

Eine größere Ausbreitung der c. b. erfolgte in den Jahren, die von den oben erstgenannten Autoren als Zeit ihrer Entstehung angesehen wird, nämlich während des und nach dem Sezessionskriege. Sie wurden teilweise als Objekte zur Austragung von Machtkämpfen benutzt, besonders zwischen Daniel Drew und James Fisk, den Leitern der Erie-Railroad, gegenüber Commodore Vanderbilt, dem Leiter der New-York Central-Rail-Road Company[7]). Sie hofften, mit ihrer Hilfe einen Einfluß auf diese sich im Aufbau befindlichen Unternehmungen zu gewinnen bzw. sie aufzukaufen, zumal diese in den späteren Jahren größere Gewinne zu erzielen versprachen[8]).

Ihre Bedeutung ging dann langsam zurück. Im Jahre 1893, zur Zeit eines flauen Kapitalmarktes, bedienten sich ihrer nur noch einige größere Gesellschaften[9]).

In der Zeit um das Jahr 1901 herum lebten sie plötzlich wieder auf. Man wurde auf sie infolge der Ausgabe von $ 100 Millionen der Union Pacific Company wieder aufmerksam, die sich auf diese Weise Mitel zum Ankauf der Southern and Northern Pacific beschaffte[10]). Andere Gesellschaften folgten bald nach. Auch während der Depressionsperiode von 1903 und 1907 versahen verschiedene Gesellschaften

---

4) Picard E. „Die Finanzierung nordamerikanischer Eisenbahngesellschaften" Jena 1912, S. 182.

5) Singer J. „Die amerikanischen Bahnen und ihre Bedeutung für die Weltwirtschaft" Berlin 1909, S. 49.

6) Huppertz H., „Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere „Mischformen" als Mittel der Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften der Vereinigten Staaten von Amerika" Diss. Köln 1930 S. 12.

7) Ripley a. a. O. S. 157.

8) Huppertz a. a. O. S. 13.

9) Ripley a. a. O. S. 157.

10) Ripley ebenda.

ihre Obligationen mit einem Recht auf Umwandlung. Seitdem erfreuen sich die c. b. in den Vereinigten Staaten einer immer größeren Beliebtheit.

Die noramerikanischen c. b. sind untereinander nicht in jeder Beziehung identisch. Vielmehr weisen sie unter sich zumindest teilweise die gleichen Unterschiedlichkeiten auf wie die nicht wandelbaren Schuldverschreibungen auch. Als ganz besonderes Charakteristikum tragen sie außerdem, wie schon ihr Name sagt, das Recht in sich, daß sie in andere Objekte umgetauscht werden können, die meist auch in Wertpapieren, insbesondere Aktien derselben Gesellschaft, bestehen.

Die Verschiedenartigkeit des Wesens der einzelnen Obligationsarten ist auf die Tatsache des Fehlens einheitlicher Bestimmungen hinsichtlich des Gesellschaftsrechts in den Vereinigten Staaten zurückzuführen[12]). Die Vereinigten Staaten kennen im Gegensatz zu Deutschland und den übrigen kontinentalen Staaten keine einheitlichen Gesetzesbestimmungen über das Aktien- und Finanzierungswesen überhaupt. Vielmehr ist dort das Recht aus einer Unmenge von Urteilssprüchen heraus erwachsen, die nur teilweise kodifiziert worden sind. Aber auch diese kodifizierten Urteilssprüche kann man keinesfalls mit deutschen Gesetzen, etwa dem Handelsgesetzbuch vergleichen, denn das Gesellschaftsrecht ist dort einzelstaatlich, und jeder Staat bildet das Recht aus der beinahe unübersehbaren Fülle von Urteilssprüchen immer weiter selbständig fort. So wird die Zahl der jährlich ergehenden Entscheidungen auf 12 000 bis 15 000 geschätzt[13]).

Auf die verschiedenen in U.S.A. üblichen Obligationsarten auch nur in Kürze einzugehen, verbietet der Rahmen dieser Arbeit. Es mag nur erwähnt werden, daß die Unterschiedlichkeiten in erster Linie durch die verschiedenen Arten und Grade der Sicherstellung bedingt sind. Der Verfasser muß sich darauf beschränken, auf seine diesbezüglichen Ausführungen an anderer Stelle zu verweisen[14]).

Wichtig mag auch die Frage nach dem Grunde für die Schaffung dieser Obligationsart sein. Es erscheint angebracht, von der Untersuchung der Gründe auszugehen, die überhaupt zur Schaffung eines neuen Wertpapiertyps führen bezw. geführt haben.

---

11) Ripley a. a. O. S. 157.

12) Solmssen G., „Probleme des Aktienrechts unter besonderer Berücksichtigung ihrer Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika" i. B. A. XXVI S. 22.

13) Solmssen G., ebenda.

14) Dallwig K. „Convertible Bonds" Dipl.-Arbeit Ffm. 1930 S. 7 ff. Bei dieser Zusammenstellung hat der Verfasser besonders als Quellen benutzt: Lincoln E. „Applied business finance" Chicago-New-York-London 1923; Dewing A. St. a. a. O.; Kalveram W. „Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England" Z. f. B. S. 414 ff.; Gerstenberg St. W. „Materials of corporation finance" New-York 1924; Mead E. S. „Corporation finance" New-York-London 1924; Huppertz H. a. a. O.

Eine Gesellschaft ist in Bezug auf die Art der Befriedigung ihres Kapitalbedarfs in hohem Maße von der Lage des Geld- und Kapitalmarktes abhängig. Wenn das Angebot von langfristigen Kapitalien — um solche handelt es sich bei unserer Untersuchung — groß ist, wird sich eine Unternehmung die benötigten Mittel auf dem bisher benutzten Wege zu für sie günstigen Bedingungen leicht beschaffen können. Das anlagesuchende Publikum wird bereit sein, die geforderten Beträge den Unternehmern ohne Inanspruchnahme irgendeines Sondervorteiles zur Verfügung zu stellen.

Anders jedoch bei Vorhandensein eines nur geringen Kapitalvorrates auf dem Markte. Das Angebot von langfristigen Geldern bewegt sich dann in engen Grenzen; die Kapitalgeber sind mit der Hergabe ihrer Mittel zurückhaltend, und die kapitalhungrigen Unternehmungen sind gezwungen, den Anbietenden Zugeständnisse zu machen, wenn sie Aussicht auf erfolgreiche Plazierung einer Anleihe haben wollen. In der Regel werden die gewährten Sondervorteile in der Zubilligung eines höheren Zinsfußes bestehen, der ganz automatisch durch das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage steigen wird.

Durch diese Zubilligung entsteht eine Mehrbelastung der Gesellschaft auf Jahre hinaus. Ihre Rentabilität kann hierdurch in Frage gestellt werden. Da gilt es für den Unternehmer zu überlegen, ob dem anlagesuchenden Publikum nicht ein Sondervorteil in anderer Beziehung geboten werden kann, durch den die kapitalbedürftige Gesellschaft nicht in solch starkem Maße belastet wird wie bei Gewährung eines hohen Zinsfußes auf die hereinzunehmenden Mittel.

Ein solcher Sondervorteil besteht in der Ausstattung des Schuldversprechens mit einem Recht auf Umwandlung desselben in ein anderes Wertpapier, das die Chance einer zukünftigen höheren Verzinsung läßt. Und eine solche Schuldverschreibung ist der c. b. Der Gläubiger ist frei von dem Risiko, das er bei Anlage seines Kapitals in Aktien der Gesellschaft eingehen würde. Das Risiko besteht in der Ungewißheit über die zukünftigen Erträge, die von dem Jahreserfolge der Gesellschaft abhängig sind. Er hat Anspruch auf Zinszahlung ohne Rücksicht darauf, ob das Unternehmen einen Gewinn erzielt hat oder nicht. Besteht jedoch in späterer Zeit Aussicht auf Erziehung eines Jahreserfolges, der die Ausschüttung einer über den Zinssatz der c. b. oder sonstigen Schuldverschreibungen, die sich zur Kapitalanlage eignen, hinausgehenden Dividende erlaubt, so kann er von seinem Recht auf Umwandlung Gebrauch machen. Er, der vorher Gläubiger der Gesellschaft war, wird jetzt Aktionär.

Als Äquivalent für den gewährten Sondervorteil fordert dann die Gesellschaft eine gegenüber gewöhnlichen Schuldverschreibungen niedrigere Verzinsung. D. h. die emittierende Gesellschaft kann sich zur Zeit der Ausgabe der c. b. ihren Kredit zu einem Zinsfuß beschaffen, der den augenblicklich auf dem Kapitalmarkte gezahlten nicht er-

reicht. Falls in nächster Zeit Gewinn erzielt wird, läßt sie ihre Gläubiger an diesem partizipieren, so daß diese auf der anderen Seite für spätere Zeit die Chance einer Verzinsung ihres Kapitals haben, die sie während dieser Jahre auf dem Kapitalmarkte nicht erhalten können.

Die Langfristigkeit der Obligationen und die Ungewißheit über die zukünftige Gestaltung des Kapitalmarktes, von der die Höhe des Zinsfußes abhängt, wird bei der Ausgabe einer Anleihe von dem Unternehmer stets berücksichtigt werden. Es können der Ausgabe der Anleihe Jahre wirtschaftlichen Aufstieges folgen. Diese sind gekennzeichnet durch Eintreten niedrigen Zinses[15]). Eine Gesellschaft mit gewöhnlicher Anleihe ist durch den Zinsendienst dann übermäßig stark belastet. Für eine Unternehmung hingegen, die eine convertible Anleihe ausgegeben hat, besteht die Aussicht auf Befreiung von der festen Zinslast. Denn diese Jahre sind gleichzeitig durch das Anschwellen der Aktienkurse gekennzeichnet[16]). Bei hohem Aktienkurse wird der Inhaber des c. b. von seinem Umtauschrecht Gebrauch machen. Hierdurch tritt die Befreiung der Gesellschaft von der festen Zinslast ein. An späterer Stelle wird hierüber noch eingehend zu sprechen sein. —

In den Vereinigten Staaten bedienten sich insbesondere die Eisenbahngesellschaften bei ihren Finanzierungen der c. b. Dem Erfindergeiste ihrer Leiter haben sie überhaupt ihre Entstehung zu verdanken.

Die Gründe hierfür liegen nach den eben erfolgten Ausführungen auf der Hand. Das Risiko der Geldgeber bei Anlage ihres Kapitals in Aktien dieser Gesellschaften war zur Zeit deren Gründung in den zwanziger und dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts besonders groß. Die zukünftige Ertragsfähigkeit ließ sich nicht voraussehen, so daß man mit der Hergabe von Mitteln an sie zurückhaltend war. Da versuchten die Eisenbahngesellschaften, den Geldgebern einen Anreiz zum Erwerb ihrer Obligationen durch Ausstattung derselben mit einem Recht auf Umwandlung in andere Objekte zu geben. Der erhoffte Erfolg blieb auch nicht aus.

Daß im übrigen bei Ausgabe von c. b. die individuellen Verhältnisse der Unternehmung eine besonders große Rolle spielen, bedarf keiner besonderen Erwähnung.

2. Ihre Einführung nach Deutschland.

a) Gründe für ihre Einführung.

Aus den in dem vorangegangenen Abschnitt angeführten Gründen, die zur Schaffung der c. b. führten, läßt sich auch deren Einführung nach Deutschland erklären. „Sie sind geeignet, in den Jahren in Er-

15) Schmidt F. „Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler" Berlin-Wien 1927, S. 78.

16) Schmidt F., ebenda.

scheinung zu treten, in denen eine zusätzliche Anregung zur Kapitalinvestierung in Eisenbahnwerte nötig ist“[17]).

Wie war nun die Lage des deutschen Kapitalmarktes in der Nachinflationszeit und wie die finanzielle Struktur der deutschen Unternehmungen?

Nach der Stabilisierung der deutschen Währung im November 1923 ergab sich für die deutschen Unternehmer das deutliche Bild der „absoluten Wertminderung der in ihrem Betriebe verbundenen Kräfte sowie die für eine erfolgreiche Fortführung ungünstige Relativität von Anlage- und Betriebskapital“[18]). Die ganze Wirtschaft schrie nach Kredit und Kapital. Ihre Bedürfnisse konten jedoch von deutschen Spargeldern nur in geringem Maße befriedigt werden, denn Deutschland, vor dem Kriege ein Gläubigerstaat, war zu einem Schuldnerstaat geworden. Das Volksvermögen hatte sich von rund Mk. 300 Milld. auf etwa RM 150 Milld. vermindert, das Betriebskapital, das der deutschen Wirtschaft vor dem Kriege mit rund Mk. 125 Milld. zur Verfügung stand, war auf den geringen Betrag von etwa RM 30 bis 35 Milld. zusammengeschrumpft[19]). Unter Berücksichtigung der gesunkenen Kaufkraft der deutschen Währung zeigt die Relativität dieser Zahlen ein noch ungünstigeres Bild. Tausende von Unternehmungen standen vor der Gefahr des wirtschaftlichen Zusammenbruches. Da galt es für den deutschen Unternehmer zu überlegen, auf welchem Wege diese Kapitalnot am besten zu beheben sei.

Zunächst erschien es notwendig, die in Deutschland selbst verfügbaren Kapitalmittel den Unternehmungen zuzuführen, um dann ausländisches Kapital folgen zu lassen, denn das deutsche reichte zur Befriedigung der Bedürfnisse bei weitem nicht aus. Einer hohen Verzinsung der ihnen gewährten Kredite wollten die Unternehmer aus den oben näher dargelegten Gründen nach Möglichkeit aus dem Wege gehen. Zumindest versuchten sie, ihre Kapitalien zu einem Zinsfuß zu erhalten, der als absolut zwar noch immer sehr hoch zu bezeichnen war, den damals üblichen, überaus hohen jedoch nicht ganz erreichen sollte.

So lag es nahe, nach einer Wertpapierart zu suchen, die gleichzeitig den Vorteil relativ geringer Verzinsung und den Anreiz der Heranziehung ausländischen Kapitals in sich vereinigte. Man wollte m. a. W. „zwei Fliegen auf einen Schlag treffen“.

---

17) Ripley a. a. O. S. 157: they are apt to be resorted to at a time, when an added fillip to investment in railway s seems to be needed. — Natürlich gilt dasselbe, was hier für Eisenbahnwerte gesagt ist, auch für alle sonstigen Gesellschaften.

18) Huppertz a. a. O. S. 8.

19) Solmssen G. „Die Beschaffung von Krediten im Ausland“ i. B. A. XXIV S. 233.

Hieraus ist zu erklären, daß der deutsche Unternehmer sein Augenmerk auf die Vereinigten Staaten von Amerika lenkte und von dort den bis dahin in der deutschen Finanzierungspraxis noch nicht bekannten c. b. einführte. Mit seiner Hilfe glaubte man die prekäre finanzielle Lage der deutschen Unternehmungen meistern zu können: einmal, indem man den Gewohnheiten und Wünschen ausländischer Kapitalgeber entgegenkam, und zum anderen, indem man dem inländischen Publikum durch die Einführung dieses für sie neuen Wertpapiertyps und dessen Ausstattung mit einem Zusatzrecht einen Anreiz zum Kauf bot.

Ob die Unternehmungsleiter der betreffenden Gesellschaften bei Einführung dieses neuen Wertpapiertyps auch auf die Inflationspsychose des Volkes in der Weise Rücksicht nehmen wollten ,daß bei dem Eintreten einer ev. neuen Inflation die Verlustgefahr für den Kapitalgeber beschränkt würde, vermag der Verfasser nicht zu behaupten, hält solche Überlegungen aber für durchaus möglich.

b) Zeit ihrer Einführung.

Wir finden den c. b. in der deutschen Literatur zum ersten Male im Jahre 1911 erwähnt, als Heymann[20]) dessen Wesen und Bedeutung als Mittel der Kapitalbeschaffung in der englischen und amerikanischen Finanzierungspraxis beschrieb. Im Jahre 1913 warf dann der bekannte Hamburger Bankier Carl Melchior[21]) die Frage auf, „ob es sich nicht doch empfiehlt, angesichts der ungemein gesteigerten Vielseitigkeit der Bedürfnisse unseres Wirtschaftslebens, bei strengster Aufrechterhaltung der Grundsätze unseres Aktienrechts, die Bildung bestimmter neuer Wertpapierformen zuzulassen, um hierdurch eine Verfeinerung der finanziellen Struktur unserer Gesellschaften zu erzielen". Schon damals wies Melchior darauf hin, daß die ausländischen Kapitalien allmählich Interesse für diese Obligationsart und die deutschen Spargelder ebenfalls Anreiz zur Anlage in diesen Papieren zeigen würden, und forderte die Ausstattung von Obligationen mit einem Konversionsrecht. Jedoch seine Anregung fand keinen Widerhall. Nicht nur, daß der deutsche Unternehmer keinen Versuch zur Heranziehung ausländischen Kapitals auf diesem Wege machte, es setzte nicht einmal eine weitere Diskussion über die Zweckmäßigkeit der Einführung der c. b. ein.

Als das Ergebnis der Besprechungen ausländischer Bankleute mit deutschen über die Frage der Abhilfe des deutschen Kapitalmangels erfolgte dann am 15. Nov. 1924 die Ausgabe von RM 7 500 000.— 7% c. b. der Harpener Bergbau A.G.; es war die erste Emission dieses

20) Heymann O. „Aus der Bankpraxis des Auslandes" i. B. A. XI S. 91 ff.
21) Melchior C. „Convertible Bonds (in Aktien umtauschbare Schuldverschreibungen)" i. B. A. XII S. 354 ff.

Wertpapiertyps in Deutschland. Kurz darauf folgte dann die Basalt A.G., Linz, mit der Ausgabe von RM 4 000 000.— 8% c. b.[22]), ihr folgten im Jahre 1925 die Universum Film A.G. (Ufa) mit RM 15 000 000.— 10%igen[23]), die Lingner Werke A.G. in Dresden mit RM 2 500 000.— 8%igen[24]), die Rheinischen Stahlwerke A.G. mit RM 21 000 000.— 7½%igen[25]), die Nitritfabrik Köpenick A.G. mit RM 800 000.— 10%igen c. b.[26]), während schließlich im Jahre 1926 die Concordia Bergbau A.G. RM 6 000 000.— 7%ige[27]), und die I.G. Farbenindustrie im Jahre 1928 RM 250 000 000.— 6%ige c. b. emittierten[28]).

Die beiden letztgenannten Anleihen haben außer demjenigen auf Umtausch noch weitere zusätzliche Rechte erhalten, über die an späterer Stelle gesprochen werden soll.

Auf Antrag eines Konsortiums unter Führung der Berliner Handelsgesellschaft und der Deutschen Bank wurden im März 1925 die c. b. der Harpener Bergbau A.G. zur Notierung an der Berliner Börse zugelassen. Damit erschien zum ersten Male diese Obligationsart im offiziellen Verkehr einer deutscher Börse[29]).

II. *Wesen der Convertible Bonds.*

1. In Bezug auf die Umtauschberechtigten.

Die Umtauschberechtigten sind, von wenigen Ausnahmen abgesehen, die Anleihegläubiger. Ihnen steht das Recht zu, die c. b. in andere Objekte, meist Aktien der schuldnerischen Gesellschaft, umzutauschen, wobei sie sich an die bei der Emission der Anleihe festgelegten Konversionsbedingungen zu halten haben[1]). Die Gesellschaft ist in Analogie zu Börsengeschäften demnach als Stillehalter zu bezeichnen. Huppertz[2]) führt einen Ausnahmefall einer Ausgabe nordamerikanischer Wandelobligationen an, bei dem die schuldnerische Gesellschaft zwar nicht während der ganzen Laufzeit der Anleihe, aber doch vorübergehend das Umtauschrecht hatte. Für die 6½%igen Convertible Debenture Certificates und 6%igen Convertible Debenture Bonds der Associated Gas and Electric Company vom Jahre 1925 gelten folgende Bestimmungen:

22) Das Grünbuch der Aktiengesellschaften 1929 IV, S. 3972.
23) Handbuch der Deutschen Aktiengesellschaften, Ausgabe 1925 II, S. 3709.
24) Das Grünbuch . . . 1929 V, S. 4221.
25) Das Grünbuch . . . 1929 V, S. 4773.
26) Handbuch .... Ausgabe 1925 I, S. 1735.
27) Das Grünbuch . . . 1929 IV, S. 3748.
28) Das Grünbuch . . . 1929 IV, S. 4135.
29) Magazind er Wirtschaft Jhrg. 1925 S. 175.
1) Gerstenberg a. a. O. S. 324; Lincoln a. a. O. S. 124; Mead a. a. O. S. 288; Huppertz a. a. O. S. 90.
2) Huppertz a. a. O. S. 90.

Serie A nach dem 1. 12. 1925 umwandelbar nach Wahl des Inhabers,
nach dem 1. 6. 1927 nach Wahl der Gesellschaft.
Serie B nach dem 1. 1. 1926 umwandelbar nach Wahl der Gesellschaft,
nach dem 1. 7. 1930 nach Wahl des Inhabers.
Serie C nach dem 1. 1. 1928 umwandelbar nach Wahl des Inhabers.
Debenture Bonds umwandelbar nach dem 1. 7. 1928 nach Wahl des Inhabers.

Ebenso führt Dewing[3]) als Beispiel die „ungewöhnliche" Ausgabe der New-Haven Water Company an, deren c. b. bis zum Jahre 1925 nach Wahl der Gesellschaft, später auf Option der Inhaber umgetauscht werden können und 1962 fällig sind.

Bei den deutschen Emissionen von c. b. haben immer die Gläubiger das Recht auf Umwandlung in andere Wertpapierarten. In keinem Falle steht dieses Recht der schuldnerischen Gesellschaft zu. Man könnte versucht sein anzunehmen, daß die Wandelschuldverschreibungen der I.G. Farbenindustrie hierin eine Ausnahme machen. Die Gesellschaft hat sich das Kündigungsrecht zu jedem Augenblick der Laufzeit der Anleihe vorbehalten. Aber das Kündigungsrecht, über das an späterer Stelle noch zu sprechen sein wird, ist nicht mit dem Umwandlungsrecht identisch. Außerdem haben die Gläubiger im Falle der Kündigung seitens der Gesellschaft das Recht, das vorgesehene Umtauschrecht auszuüben, so daß man sagen kann, daß sie lediglich in Bezug auf die Zeit der Ausübung des Wandlungsrechtes keine freie Hand haben.

Wenn Wertheimer[4]) der Meinung ist, daß die Inhaber der c. b. „sich die Umwandlung ihrer Rechte gefallen lassen" müßten, die Gesellschaft also das Umtauschrecht zu besitzen pflege, so befindet er sich mit dieser Ansicht in einem Irrtum.

2. *In Bezug auf die Umtauschobjekte.*

Es mag bei den bisherigen Ausführungen aufgefallen sein, daß der Verfasser nie ohne weiteres von in „Aktien umtauschbaren Schuldverschreibungen" schlechthin gesprochen hat, sondern sich stets des Ausdruckes „Objekte" bediente, wenn er den Umwandlungsgegenstand bezeichnen wollte. In der Tat ist es nicht der Fall, daß die Umtauschobjekte stets Aktien der emittierenden Gesellschaft sein müssen und auch sind.

---

3) Dewing a. a. O. S. 90.
4) Wertheimer, „Amerikanische und deutsche Kapitalbeschaffungsformen" i. Frankfurter Zeitung Nr. 536 v. 20. 7. 1924.

In den meisten Fällen sind die Umtauschobjekte zwar Aktien, sowohl Stammaktien als auch — was seltener vorkommt — Vorzugsaktien oder beide zugleich[5]). Aber außerdem kann der Fall eintreten, daß die c. b. in andere Schuldverschreibungen oder in Schuldverschreibungen + Aktien oder in Aktien + Bargeld umgetauscht werden können[6]).

Wenn eine Gesellschaft, die c. b. ausgegeben hat, fusioniert und sie übertragende Gesellschaft ist, so tritt in U.S.A. oft der Fall ein, daß die übernehmende Gesellschaft in den Anleihevertrag eintritt und zur Zeit des Umtausches ihre Aktien als Umtauschobjekte anbietet .„Sehr oft wird aber auch gleich im Anleihevertrag bestimmt, daß, wenn der Umtausch der Anleihe verlangt wird, Aktien einer anderen Gesellschaft ausgereicht werden ... Solche Aktien sind dann meist von einer affilierten Gesellschaft"[7]).

Die deutschen c. b. sind sämtlich in Aktien derselben Gesellschaft umtauschbar, und zwar mit Ausnahme eines Falles in Stammaktien. Nur die Firma Wieler und Hartmann A.G. in Danzig hat im Jahre 1926 Dg. 550 000 12%ige c. b. emittiert, die im Jahre 1931 in 12%-ige Vorzugsaktien umwandelbar sind.

Ein besonderes Gebilde sind die Wandelobligationen der Concordia Bergbau A.G. Für deren Umtausch gelten die Bestimmungen, daß von je RM 3000.— Schuldverschreibungen RM 1 000.— das Recht auf Umwandlung in Aktien der Gesellschaft gegen Zuzahlung einer Summe von RM 150.— haben. Man kann diese Ausgabe gewissermaßen als eine „Hybride" zwischen Obligationen mit Bezugsrecht und c. b. bezeichnen. Nur ein Drittel der Obligationen werden in Aktien umgetauscht und hören damit auf zu existieren, die restlichen $^2/_3$ bleiben als leere Schuldverschreibungen bestehen. Es ist gleichsam, als ob den Obligationen ein Bezugsrecht in Verhältnis 3 : 1 anhafte, bei dessen Ausübung jedoch eine Obligation + RM 150.— statt des vollen Barbetrages an die Gesellschaft eingereicht werden.

3. In Bezug auf das Umtauschverhältnis und den Umtauschkurs.

a) Begriffsbestimmung.

Diese beiden Begriffe sind nicht identisch, wie in der Literatur in der Regel angenommen wird. Man ist sogar soweit gegangen zu empfehlen, bei der Formulierung der Bestimmungen über die Umtauschmodalitäten nicht ein „Umwandlungsverhältnis" festzusetzen, sondern von dem „Umwandlungskurs" zu sprechen[8]). Ein solches Postulat auf-

5) Dewing a. a. O. S. 220 ff.
6) Huppertz a. a. O. S. 88 f.
7) Hundhausen C., „Anleihen und Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung" i. Z. f. h. F. 25. Jhrg., Hefte 1 bis 3.
8) Goldmann Th. „Neue Wege zur Kapitalbeschaffung der Aktiengesell-

zustellen, ist geradezu absurd und trägt nicht dazu bei, die bestehende Begriffsverwirrung zu klären.

Unter Umtauschverhältnis versteht man das Verhältnis, in dem sich der Nominalbetrag der einzureichenden c. b. zu dem zu empfangenden Nominalbetrag an Aktien befindet. Der Umwandlungskurs ist der Kurs, zu dem die Aktien bezogen werden können. Die c. b. werden ausnahmslos zu ihrem Nennwert angerechnet. In vielen Fällen wird der Umwandlungskurs in den Anleihebedingungen garnicht angegeben, weil er als selbstverständlich zu pari angenommen wird. Es heißt dann lediglich, das Umwandlungsverhältnis betrage 1 : 1, womit gemeint ist, daß man gegen Einreichung der c. b. denselben Aktiennominalbetrag zurückerhält. D. h. gegen eine Obligation im Nominalbetrage von RM 1000.— wird beim Umtausch eine Aktie im Betrage von nom. RM 1000.— als Äquivalent gewährt.

Schwieriger liegen die Verhältnisse dann, wenn in den Anleihebedingungen beide Begriffe, also Umwandlungsverhältnis und Umwandlungskurs, angegeben sind. Sie erscheinen dann anfangs nicht selten sehr undurchsichtig. Es kann z. B. von einer Gesellschaft ausbedungen werden, daß gegen Einreichung von RM 2000.— c. b. (Umwandlungsverhältnis 2 : 1) RM 1000.— Aktien zum Kurse von 150 bezogen werden können. Derartige Bestimmungen, in denen der Erwerbskurs überdies nach Jahren gestaffelt ist, enthalten die Anleihebedingungen der I.G. Farbenindustrie. In solchen Fällen werden die Obligationen ebenfalls zu pari angerechnet. Den Rest zahlt die Gesellschaft in bar aus. Umgekehrt muß der Gläubiger zuzahlen, wenn die Bedingungen z. B. lauten, das Umtauschverhältnis betrage 1 : 1 und die Aktie könne zum Kurse von 115% bezogen werden.

b) Die verschiedenen Arten.

Das Umwandlungsverhältnis beträgt in der Praxis in den weitaus meisten Fällen 1 : 1. Wenn nicht anders bemerkt, wollen wir dieses Verhältnis in den folgenden Ausführungen als gegeben annehmen.

In den Vereinigten Staaten sind die mannigfaltigsten Variationen in Bezug auf das Umtauschverhältnis bei solchen Gesellschaften anzutreffen, deren Anteile die Form von Quotenaktien haben. Da in diesen Fällen von einem Nominalbetrage der Aktien nicht gesprochen werden kann, lauten die Anleihebedingungen z. B. wie folgt[9]):

„Je Dollar 100.— Anleihenennwert sind umtauschbar in eine Aktie". In derselben Weise ist es natürlich möglich, daß das Umtauschverhältnis von der anderen Seite ausgedrückt wird, man also

schaften unter besonderer Berücksichtigung der Convertible Bonds". Diss. Berlin 1929, S. 65.

9) Hundhausen a. a. O. S. 141 ff.

z. B. bestimmt, für 10 Aktien habe man nom. Dollar 500.— Obligationen einzureichen.

Des öfteren kommt es vor, daß das Umtauschverhältnis periodisch steigt, ähnlich wie in Deutschland bei der I.G. Farben-Anleihe der Umtauschkurs von Jahr zu Jahr fällt. Nach Hundhausen[10]) war die Anleihe der Cities Sercive Company (5% Convertible Gold Debentures, due June 1st, 1930) wie folgt umwandelbar:

Dollar	27,50	per	Aktie	v.	1. 12. 30	bis	1. 6. 31
„	28,75	„	„	v.	2. 6. 31	„	1. 12. 31
„	30,00	„	„	v.	2. 12. 31	„	1. 6. 32
„	32,25	„	„	v.	2. 6. 32	„	1. 12. 32

usw.

Das Umtauschverhältnis in den Vereinigten Staten ist nicht nur periodisch differenziert, sondern des öfteren richtet sich die Begrenzung nach der Anzahl der schon eingereichten c.b., wie z. B.[10]):

„Dollar	25.—	Nennwert-Anteil	für	die	ersten	2000	Aktien
„	30.—	„	„	„	„	zweiten	2000	Aktien
„	35.—	„	„	„	„	dritten	2000	Aktien
„	40.—	„	„	„	„	letzten	4000	Aktien

d. h. also, daß bei der ersten Option 40 Aktien pro Dollar 1 000.— Anleihenennwert und bei der letzten nur noch 25 Aktien für denselben Betrag ausgereicht werden."

c) Ihre Bedeutung

aa) für die emittierende Gesellschaft

Wie ist überhaupt der Umwandlungskurs von der Gesellschaft in den Anleihebedingungen festzusetzen? Der Umtauschkurs wird höher angenommen werden müssen, als der zur Zeit der Emission notierte Kurs[11]). Wäre dies nicht der Fall, so würden die Obligationszeichner unter der Voraussetzung, daß die Umtauschfrist schon zu laufen begonnen hat, sofort eine Umwandlung in Aktien vornehmen und hierbei einen Gewinn erzielen. M. a. W. würde der Käufer die Aktien, statt sie direkt zu beziehen, auf dem Umwege über die Obligationen erwerben und sie zu einem niedrigeren als dem augenblicklich an der Börse notierten Kurse erhalten. Notiert dagegen bei aufgeschobener Umtauschfrist der Kurs der Aktien bei der Emission über pari, etwa 150, und wird der Umwandlungskurs mit 100 angegeben, so zeigt die Gesellschaft damit, daß sie auf ein Fallen des Kurses rechnet, denn

10) Hundhausen a. a. O. S. 141 ff.
11) Heymann a. a. O. S. 92; Mead a. a. O. S. 288.

anderenfalls müßte sie zur Umtauschfrist eine Aktie, die 150 notiert, gegen Hereinnahme eines c. b., für den sie nur 100 erhalten hat, hergeben. Sie würde also freiwillig Mittel verschenken.

Der Umwandlungskurs wird also in den meisten Fällen höher sein als der zur Zeit der Ausgabe der c. b. notierte Aktienkurs. Sehr oft beträgt er pari[12]), was darauf schließen läßt, daß bei Ausgabe der C. B. der Aktienkurs gewöhnlich unter pari steht.

bb) für den Inhaber

Die Chancen einer gewinnbringenden Spekulation mit Hilfe der c. b. sind für dessen Inhaber um so größer, je geringer die Spanne zwischen den beiden Kursen ist, denn in diesem Falle besteht am ehesten die Aussicht, daß der Tageskurs der Aktien zur Zeit der Umtauschfrist den Umwandlungskurs auch tatsächlich erreichen oder mehr oder weniger überschreiten wird.

Bei diesem Gedanken drängt sich uns die Frage auf, wann denn überhaupt ein Umtausch lohnend wird, d. h. sich gewinnbringend gestaltet.

Der Gedanke, der einer Ausgabe von c. b. zu Grunde liegt, ist der, daß deren Zeichnern bezw. späteren Inhabern eine Gewinnchance gelassen werden muß, die darin liegt, daß unter der Voraussetzung unveränderter Kaufkraft des Geldes der Aktienkurs einmal eine solche Höhe erreicht, daß der Inhaber des c. b. bei einem Umtausch mehr zurückerhält, als er bei der Zeichnung hingegeben hat. Wenn also der Umtauschkurs in den Anleihebedingungen mit 100 fixiert ist, muß der Aktienkurs zur Zeit des Umtausches pari übersteigen. Denn in diesem Falle erhält der Inhaber eine Aktie im Werte von über pari, während er früher für den c. b. einen um pari oszillierenden Preis gezahlt hat. Ein ev. Ausgabeagio oder -disagio müßte entsprechend berücksichtigt werden.

Das besagt aber lediglich und allein, ob die mit Hilfe der c. b. durchgeführte Spekulation für dessen Inhaber gewinnbringend war. Nicht aber folgt daraus, ob ein Umtausch trotz fehlgeschlagener Spekulation nicht doch vorgenommen werden muß. Denn die Untersuchung, in welchem Falle ein Umtausch lohnend ist, steht mit der Frage der geglückten oder fehlgeschlagenen Spekulation in keinem Zusammenhang. Und wenn diese Frage bis jetzt in der Literatur nur ungenügend geklärt werden konnte, so liegt das nur an der mangelnden Erkenntnis, daß diese beiden Fragen streng auseinanderzuhalten sind.

Ein Umtausch ist unter Voraussetzung eines Umtauschkurses von 100 lohnend, wenn der Aktienkurs höher notiert als der Kurs des c. b. Es ist dabei ganz gleichgültig, ob die Spekulation fehlschlug oder nicht. Dagegen ist ein Umtausch ebenfalls unter der Voraussetzung eines

12) Dewing a. a. O. S. 233.

Umtauschkurses von 100 nicht lohnend, wenn der Aktienkurs niedriger notiert als der Kurs des c. b., die leeren Obligationen jedoch über dem Aktienkurse notieren. Ich bezeichne als leere Obligation solche, die abgesehen vom Umtauschrecht in jeder Beziehung mit dem c. b. identisch sind.

Der erstere Fall ist gegeben, wenn z. B. bei einem Wandlungskurs von 100 der Aktienkurs 90 und c. b.-Kurs 80 beträgt. Eine Umwandlung ist gewinnbringend. Für einen c. b. zum Börsenpreise von 800 erhält man eine Aktie zum Preise von RM 900.—. In der Praxis werden sich allerdings beide Kurse, von einigen Ausnahmen abgesehen, stets gegenseitig annähern. Darüber wird jedoch an späterer Stelle zu sprechen sein.

Der zweite dargelegte Fall würde bei einem Aktienkurse von 70, einem c. b.-Kurse von 90 und einem Kurse der leeren Obligationen von 85 gegeben sein. Würde der Inhaber des c. b. die Umtauschfrist verstreichen lassen, ohne von seinem Recht auf Umtausch Gebrauch zu machen, würde der Wert des c. b. auf 85 sinken, da er ja nach Ablauf der Umtauschfrist zur leeren Obligation wird. Bei Vornahme des Umtausches hätte der Inhaber des c. b. eine Aktie zum Kurse von 70, bei Verkauf des c. b. dagegen erhielte er 90.

In diesem Falle werden sich aber praktisch der Kurs der leeren Obligation und der Kurs des c. b. angleichen[13]), so daß es gleichgültig ist, ob der c. b. verkauft wird oder sein Inhaber die Umtauschfrist ungenutzt verstreichen läßt. Ein Umtausch in Aktien darf jedenfalls nicht gewählt werden.

Bei der Berechnung des Punktes, an dem die Ausübung des „Optionsrechtes“ (besser: Konversions- oder Umtauschrechtes) vorteilhaft wird, unterliegt Goldmann[14]) einem Denkfehler. Er verwechselt diesen Punkt mit demjenigen, an dem die Spekulation mit Hilfe des c. b. als geglückt bezeichnet werden kann. Er geht von folgendem Beispiel aus: Umtauschverhältnis 1 Obligation gegen 1¼ Aktien. Der Emissionskurs der c. b. soll 95 betragen haben, während der Aktienkurs zur Zeit des Umtausches 90 notiere. Er behauptet, ein Umtausch sei bei einem Aktienkurse von 76 und mehr vorteilhaft, da der Inhaber das c. b. dann für eine Obligation 1¼ Aktien erhielte, die einen Wert von 95 (76 . 1¼) repräsentieren. Man erhielte also das zurück, was man früher einmal gezahlt habe. Das ist unrichtig. Denn daß die c. b. auch einen Börsenpreis haben, scheint er zu übersehen. Bei einem Aktienkurse von 76 beginnt die Spekulation günstig zu werden. Ob ein Umtausch lohnend ist, hängt keinesfalls von dem früher einmal gezahlten Preise ab, sondern von dem Verhältnis des augenblicklichen Aktien- bezw. Bonds-

13) der c. b. hat keinen höheren Wert als die leere Obligation, da infolge des niedrigen Kursstandes der Aktien das Umtauschrecht illusorisch geworden ist.

14) Goldmann a. a. O. S. 44 f.

kurses bezw. dem der leeren Obligation. Wenn die c. b. nur 50 notieren, wird ein Umtausch schon lohnend bei einem Aktienkurse von mehr als 40. Es ist also der Kurs der c. b. zur Zeit des Umtausches maßgebend.

Wir hatten in unseren obigen Beispielen stets ein Umtauschverhältnis von 1 : 1 und einen Umtauschkurs von 100 vorausgesetzt, um unsere Überlegungen zu vereinfachen. Bei einem anderen Umtauschkurs oder Umtauschverhältnis errechnet sich die Kursparität entsprehend. „Einem Aktienkurse von 93% bei einem Umtauschverhältnis von RM 1300.— Obligationen gegen RM 1000.— Aktien würde eine Kursparität von 71,54% für die Obligationen entsprechen[15]). Steigt also der Aktienkurs auf über 93% und bleibt der Obligationenkurs auf 71,54% stehen, so hat das Optionsrecht einen Wert erhalten. Kalveram fährt in seinen Ausführungen fort: „Das Optionsrecht wird erst dann wertvoll, wenn diese Kursparität über dem Kurs für eine Obligation ohne Optionsrecht — aber mit der übrigen Ausstattung — liegt. Wäre der Normalkurs für eine solche Obligation 97%, so würde die Option erst wertvoll von einem Aktienkurs von 126,1% an."

Nun wird es in der Praxis aber so sein, daß der Kurs dieser leeren Obligationen stets unter dem Kurs für eine mit einem Umwandlungsrecht ausgestatteten Obligation notieren wird (sie haben ja den anderen gegenüber noch ein Zusatzrecht!), zumindest aber nicht über diesem, wie Kalveram[16]) annimmt.

Bei unseren Ueberlegungen dürfen wir nicht unberücksichtigt lassen, daß der Punkt, an dem der Umtausch lohnend wird, nicht sehr weit unter dem Rückzahlungskurs der c. b. liegen darf. Denn sonst wird ein Umtausch nicht vorgenommen werden, sondern der Besitzer des c. b. könnte vielleicht einen größeren Gewinn erzielen, wenn er bis zum Zeitpunkt der Tilgung der Anleihe warten würde, um dann den c. b. zu diesem höheren Rückzahlungskurs, der in Parinähe liegen wird, einzulösen.

Besondere Beachtung verdienen die c. b. der I.G. Farbenindustrie. Die Ausgabebedingungen sehen vor, daß RM 2000.— Obligationen in RM 1000.— Stammaktien umgetauscht werden können, und zwar zu gleitenden Kursen, die im Jahre 1928 mit 200% begannen, um dann allmählich auf 100% im Jahre 1941 zu fallen. Die Bestimmungen besagen also, daß man stets nom. RM 2000.— Obligationen einreichen muß, um als Gegenwert RM 1000.— Aktien zu erhalten. Liegt aber der Verrechnungskurs unter 200%, wie es vom Jahre 1929 ab bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe der Fall ist, so erhält der Ein-

15) Kalveram W. „Obligationen mit Zusatzrechten" i. Bankwissenschaft 6. Jhrg. S. 833 ff.

16) Kalveram a. a. O. S. 833 ff.

reicher den übersteigenden Betrag nach Wahl der Gesellschaft ganz oder teilweise in Schuldverschreibungen (leeren Stücken) oder in bar zurückerstattet.

Bei dieser Anleihe sind also sowohl das Umwandlungsverhältnis wie auch der Umwandlungskurs angegeben, der sich von Jahr zu Jahr ändert.

Wie wird in diesem Falle die Kursparität, also der Aktienkurs, bei dem ein Umtausch lohnend wird, zu errechnen sein?

Auszugehen ist von dem Gedanken, der uns auch bei unseren früheren Ueberlegungen schon leitete, daß ein Umtauschrecht dann lohnend wird, ohne daß allerdings die Spekulation geglückt sein müßte, wenn der Besitzer des c. b. bei Vornahme des Umtausches mehr oder zumindest genau so viel zurückerhält, wie er hingibt. Einreichen muß er stets zwei Obligationen. Er erhält eine Aktie zurück und außerdem in bar die Differenz zwischen dem Nominalbetrage der beiden c. b., die ja zum Nennwert angerechnet werden, und dem Verrechnungskurs, der von Jahr zu Jahr gemäß den Anleihebedingungen fällt. Weshalb für diesen Fall nicht der Kurs der leeren Obligation in Frage kommt, werden wir gleich erörtern. Wir können für die Errechnung der Kursparität die Formel aufstellen (für den Fall, daß die Differenz in bar bezahlt wird)

$$K_a = K_o - (200 - K_v)$$

wobei Ko den Obligationen-, Ka die Kursparität, und Kv den Verrechnungskurs bedeutet.

Im Jahre 1932, für das ein Verrechnungskurs von 178% festgesetzt worden ist, stehe der Aktienkurs auf 220, die c. b. mögen 120 notieren.

Gestaltet sich ein Umtausch lohnend?

Wir berechnen aus unserer Formel die Kursparität

$$K_a = 2\,K_o - (200 - K_v), \text{ im Beispiel}$$

$$\text{also } K_a = 240 - (200 - 178)$$

$$= 240 - 22$$

$$= 218$$

Der Aktienkurs ist höher, also ist der Umtausch lohnend. Hingegeben werden zwei Obligationen, die für RM 2 400.— verkauft werden können, der Inhaber der c. b. erhält eine Aktie im Werte von RM 2 200.— + RM 220.— in bar zurück, also insgesamt RM 2 420.—. Außerdem war auch die Spekulation mit einem Gewinn verbunden, denn ursprünglich hatte der Inhaber für zwei Obligationen nur RM 2 000.— hingegeben.

Nimmt die I.G. Farbenindustrie keinen Barausgleich vor, sondern vergütet sie die Differenz in leeren Schuldverschreibungen zu deren

Nominalbetrag (wobei sie immer einen Gewinn erzielt, wenn deren Kurs niedriger als pari notiert), so muß die oben gegebene Formel wie folgt modifiziert werden:

$$K_a = 2K_o - \left[(200 - K_v) \frac{K_{eo}}{100} \right]$$

in der Keo den in Prozenten ausgedrückten Kurswert der zurückgegebenen leeren Obligation bedeutet; denn beträgt dieser 98%, so bekommt der Einreicher nur $^{98}/_{100}$ des anderenfalls bar vergüteten Betrages.

Steht der Aktienkurs dagegen auf z. B. 210, so ist einUmtausch nicht lohnend, denn die oben errechnete Parität wird nicht erreicht. Bei einem Verkauf der c. b. würde ein höherer Erlös erzielt werden können als beim Umtausch bezw. bei Nichtvornahme des Umtausches hätte der Besitzer der c. b. Effekten höheren Wertes in den Händen als im entgegengesetzten Falle.

Es fragt sich weiter, ob nicht der Kurs der leeren Obligation (die, wie erwähnt, niedriger notieren werden als die c. b.) zum Vergleich herangezogen werden muß. Bei dieser Ueberlegung sind zwei Fälle scharf zu unterscheiden:

1. die Umtauschfrist läuft noch lange,
2. die Umtauschfrist läuft bald ab.

Wenn die Umtauschfrist noch auf Jahre hinaus läuft, so wird der c. b. bei Nichtvornahme des Umtausches nicht zur leeren Obligation, denn das Recht auf Umtausch bleibt noch für lange Zeit bestehen. Daraus folgt, daß der Kurs der leeren Obligationen nicht zum Vergleich herangezogen zu werden braucht. Dieser Fall liegt bei der Anleihe der I.G. vor, deren c. b. noch bis zum Jahre 1941 in Aktien umgetauscht werden können.

Anders jedoch, wenn die Umtauschfrist in Kürze abläuft. In diesem Fall muß der Kurs der leeren Obligation unbedingt zum Vergleich herangezogen werden, da der c. b. bei Nichtvornahme des Umtausches zu einer leeren Obligation wird. Unterstellen wir einmal diesen Fall für die Anleihe der I.G. und nehmen an, die leeren Obligationen notierten etwa 110 bei einem gleichzeitigen Aktienkurse (wie oben) von 210, einem Verrechnungskurse von 178 und einem c. b.-Kurse von 120. Dann ist ein Umtausch auf jeden Fall vorteilhaft, da in diesem Falle bei Nichtvornahme des Umtausches der c. b. zur leeren Obligation wird. Für diese erhielte der Inhaber der ehemaligen c. b. einen Börsenpreis von $2 \times 110 = 220$, während er bei Vornahme des Umtausches 232 erhalten würde.

Man ersieht hieraus, daß die Berechnung des Wertes des Umtauschrechtes bei der Anleihe der I.G. Farbenindustrie einfach ist. Das Umtauschverhältnis besagt nur, daß in jedem Fall RM 2000.— Obli-

gationen nom. für nom. RM 1000.— Aktien einzureichen sind. Wahrscheinlich ist der I.G. daran gelegen, daß sie auf jeden Fall für RM 1000.— Aktien nom. RM 2000.— Obligationen nom. zurückerhält, auch dann, wenn der Umtauschkurs 100 beträgt, wie es im Jahre 1941 der Fall sein wird. Der Grund dürfte sein, daß eine übermäßige Erhöhung des Aktienkapitals vermieden wird. Für den Differenzbetrag von RM 1000.— wird sie den Inhabern der c. b. dann nicht eine zweite Aktie, sondern einen Barausgleich oder einen Ausgleich durch leere Obligationen anbieten.

Der Umtauschkurs sämtlicher deutscher c. b. war mit Ausnahme der Emissionen der Rheinischen Stahlwerke und der I.G. Farbenindustrie pari. Das spricht dafür, daß die Aktien der einzelnen Gesellschaften zur Zeit der Begebung der Anleihe unter pari gestanden haben. Die Anleihe der I.G. macht hierin eine Ausnahme. Wie bereits erwähnt, betrug bei ihr der Umtauschkurs im Jahre der Ausgabe (1928) 200%, um dann langsam auf 100% im Jahre der Tilgung (1941) zu fallen. Damit wollte man den Zeichnern einen ganz besonderen Reiz zum Erwerb dieser Stücke bieten.

Das Umtauschverhältnis bei den c. b. der Rheinischen Stahlwerke betrug 13 : 10. Der Besitzer des c. b. mußte einen Betrag von RM 1300.— Obligationen einreichen, um eine Aktie im Nominalbetrage von RM 1000.— zurückzuerhalten. Der Aktienkurs zur Zeit der Ausgabe (April 1925) stand auch unter pari, nämlich auf 93%. Die Verwaltung wird also mit einem Steigen des Aktienkurses bis zur Kursparität oder darüber hinaus gerechnet haben, und das nicht mit Unrecht, denn im April 1927 betrug der Aktienkurs 263%.

In den Vereinigten Staaten von Nordamerika beträgt der Umtauschkurs ebenfalls in den meisten Fällen pari, selten ist er höher angesetzt und noch seltener niedriger. Bei 113 von Huppertz[17]) untersuchten Fällen war der Umtauschkurs in 50 Fällen pari, bei 31 lag er über pari und 11 waren unter pari wandelbar. Bei dem Rest der Emissionen waren Quotenaktien Wandlungsgegenstand. Spitzenausgleiche erfolgen meistens nicht durch Barzahlung, sondern in Anteilscheinen (fractional warrants). Oft wird auch Barzuzahlung verlangt[18]), ähnlich wie in Deutschland bei der Concordia-Bergbau A.G.

4. in Bezug auf die Umtauschfristen.

Es handelt sich hierbei, wie schon der Name sagt, in den meisten Fällen um Fristen, nicht um bestimmte Termine. „Normalerweise sind die c. b. jederzeit während der vereinbarten Frist umwandelbar“[19]).

17) Huppertz a. a. O. S. 95.
18) Hoffmann a. a. O. S. 1681 ff.
19) Huppertz a. a. O. S. 94.

In welchem Augenblick der Laufzeit der Anleihe pflegen nun die Umtauschfristen zu beginnen und in welchem ihr Ende zu finden?

In den Vereinigten Staaten beginnt die Konversionsfrist bei kurzfristigen Anleihen gewöhnlich gleich mit der Emission oder einige wenige Jahre später und endet dann im Zeitpunkt der Tilgung[20]). Huppertz[21]) schreibt, daß bei kurzfristigen Schuldverschreibungen Umwandlungsfrist und Laufzeit immer zusammenfallen. Bei langfristigen Schuldverschreibungen läuft die Frist im allgemeinen von einem Zeitpunkt, der einige Jahre[22]) oder Monate[23]) nach der Emission liegt, bis einige Jahre vor der Tilgung. Die Frist beträgt meist zehn Jahre.

Im Gegensatz hierzu ist die Umtauschfrist in Deutschland in fast allen Fällen sehr kurz bemessen. Bei allen Anleihen mit Ausnahme derjenigen der I.G. Farbenindustrie (während der ganzen Laufzeit), der Concordia Bergbau A.G. (drei Jahre) und der Basalt A.G. (4½ Jahre) ist sie nicht länger als ½ Jahr, teilweise nur ½ Monat, wie z. B. bei der Harpener Bergbau A.G. und der Nitrit A.G. Köpenick. Im Falle Ufa liegen die Verhältnisse nicht ganz klar. In deren Emissionsbedingungen hieß es:

„Die Schuldnerin ist verpflichtet, bis spätestens zum 30. November 1928 die Inhaber aufzufordern, die Schuldverschreibungen in Aktien des gleichen Nennwerts umzutauschen."

Diese Anleihe ist im April 1925 begeben worden. Ueber die Dauer der Umtauschfrist, die den Obligationären bei der Aufforderung zum Umtausch zu gewähren war, enthalten die Anleihebedingungen keine Bestimungen, so daß anzunehmen ist, daß die Frist eine „angemessene" gewesen war.

Die Fristen beginen in Deutschland etwa drei bis fünf Jahre nach der Emission und erstrecken sich dann auf die oben genannte Zeit.

Welche Bedeutung hat nun die Umtauschfrist sowohl für den Gläubiger als auch für den Schuldner der Anleihe?

Für die Anleihegläubiger erhält das Umtauschrecht einen um so höheren Wert, je länger die Umtauschfrist bemessen ist. Denn die Wahrscheinlichkeit, daß gerade während der Periode des Umtausches der Aktienkurs die Höhe erreicht, die die Gewinnschwelle (den Punkt, an dem die Spekulation vorteilhaft zu werden beginnt) überschreitet, ist bei langer Umtauschdauer größer als bei kurzer. Innerhalb von 10 Jahren wird eher einmal ein entsprechend hoher Aktienkurs erreicht werden, als innerhalb von 14 Tagen. Man kann also sagen, daß die Aussicht auf gewinnbringenden Umtausch für den Anleihegläubiger mit der Kürze der Umtauschdauer abnimmt.

---

20) Dewing a. a. O. S. 229.
21) Huppertz a. a. O. S. 94.
22) so Dewing a. a. O. S. 230.
23) so Huppertz a. a. O. S. 94.

Für den Anleiheschuldner liegen die Verhältnisse naturgemäß entgegengesetzt. Für ihn besteht die Möglichkeit des Erleidens eines Verlustes insofern, als er im Zeitpunkte des Umtausches junge Aktien zu einem höheren als dem Emissionskurse des c. b. hätte ermittieren können. Der Emissionskurs der c. b. ist der Gegenwert, den er für die Aktien erhält.

Praktisch trat dieser Fall z. B. bei der Harpener Bergbau A.G. ein. Zur Zeit der Umwandlung notierten ihre Aktien etwa um 130%, so daß eine Ausgabe junger Aktien sicherlich zu einem Kurse von etwa 120% oder etwas darunter hätte vorgenommen werden können. Statt dessen mußte sie ihre Aktien gegen Hereinnahme ihrer c. b., also zu 100%, hergeben.

Hieraus erhellt, daß im Interesse des Schuldners eine kurze, im Interesse des Gläubigers eine lange Umtauschfrist liegt. Weiter kann man hieraus folgern, daß eine finanziell schwache Unternehmung im allgemeinen eine längere Umtauschfrist zu gewähren gezwungen ist als eine kapitalstarke Gesellschaft[24]). Bei der Anleihe der I.G. fällt diese Erwägung fort, da die Verhältnisse bei dieser Emission infolge der Eigenart der Umtauschbedingungen besonders gelagert sind.

Damit die in Umtausch gegebenen Aktien nicht sofort auf den Markt geworfen werden und dadurch große Kursschwankungen verursachen, behalten sich in U.S.A. die Gesellschaften oft das Recht vor, die Aktien erst nach Ablauf einer Sperrfrist zu liefern[25]).

5. in Bezug auf die Sicherung des Umwandlungsanspruches.

Wir müssen uns darauf beschränken, in diesem Abschnitt die Frage der Sicherung des Umwandlungsanspruches lediglich vom wirtschaftlichen Standpunkt zu betrachten. In rechtlicher Beziehung ist sie sowohl de lege lata als auch de lege ferenda so sehr kompliziert, daß es unumgänglich notwendig war, ihr längere Ausführungen in einem besonderen Kapitel (Emission von c. b. in rechtlicher Beziehung) zu widmen.

Bei der Ausgabe von c. b. steht die Gesellschaft vor der Frage, auf welche Weise sie sich die zum späteren Umtausch der c. b. notwendigen Aktien beschaffen will; diese können im Zeitpunkt der Ausgabe der Anleihe auch schon in Form von sog. Vorrats- oder Verwertungsaktien vorhanden sein. D. h. also, daß die Gesellschaft

1. entweder eigene Aktien besitzen oder
2. sich solche auf dem Wege der Kapitalerhöhung
   a) schon bei Ausgabe der c. b. oder
   b) an einem späteren Zeitpunkt, ev. kurz vor Beginn der Umtauschfrist

beschaffen muß.

24) Hoffmann a. a. O. S. 1684.
25) Hundhausen a. a. O. S. 139.

Stehen der Gesellschaft genügend Vorratsaktien zur Verfügung, sei es, daß sie diese aus der Umstellung oder einem anderen Grunde, vielleicht durch Ankauf eigener Aktien, erhalten hat, so muß von diesen Aktien selbstverständlich der von den Inhabern der c. b. noch nicht bezogene Teil bis zum Ablauf der Umtauschperiode für die Zwecke der Konversion reserviert werden. Dieser Fall ist der weniger komplizierte.

Anders jedoch, wenn es der Gesellschaft nicht möglich war, sich eigene Aktien zu beschaffen. Dann steht sie vor der Notwendigkeit der Erhöhung ihres Aktienkapitals um den für die Zwecke der Konversion notwendigen Betrag. Eine weitere Frage ist die des Zeitpunktes der Erhöhung. Sie kann diese entweder gleich bei Ausgabe der c. b. oder später, dann wohl am zweckmäßigsten kurz vor Beginn der Umtauschfrist, vornehmen. Schlägt sie den letzteren Weg ein, so setzt sie sich allerdings der Gefahr aus, daß eine spätere Generalversammlung, der die Abstimmung über die Kapitalerhöhung obliegt, ihre Einwilligung hierzu nicht gibt, und sie so ihren den Obligationären gegenüber übernommenen Verpflichtungen nicht nachkommen kann. Die Ufa hat zur Vorbeugung für diesen Fall in den Emissionsbedingungen die Verpflichtung übernommen, den Obligationären ein hohes Reugeld zu zahlen, wenn eine spätere Generalversammlung ihre Einwilligung zur Kapitalerhöhung nicht geben sollte. Diese Maßnahme seitens der Verwaltung bedeutet natürlich einen Druck auf die spätere Generalversammlung, denn im Falle der Nichtzustimmung auf Erhöhung des Aktienkapitals würden die in ihr organisierten Aktionäre selbst die Geschädigten sein; denn letzten Endes sind sie Träger des Verlustes, der durch Zahlung des hohen Reugeldes entstehen würde.

Erwähnung verdient noch die Tatsache, daß in den Vereinigten Staaten keine Schwierigkeiten in dieser Beziehung entstehen können. Das amerikanische Aktienrecht kennt das autorisierte, noch nicht begebene Kapital. Nach Braun[26]) versteht man hierunter dasjenige Kapital, „das zwar autorisiert, über das jedoch noch nicht verfügt worden ist. Es stellt das Recht dar, neue Aktionäre aufzunehmen, und besitzt in sich keinen Wert. Es hat keine aktiven Aktienrechte und ist kein Aktivum der Gesellschaft. Gewöhnlich ist es für verschiedene in Aussicht genommene Finanzierungstransaktionen der Gesellschaft reserviert, wie z. B. für die Konversion von Obligationen ...“ Dieses der amerikanischen Finanzierungspraxis bekannte und im Aktienrecht aufgenommene autorisierte Kapital, das über die Höhe des bereits ausgegebenen Aktienkapitals nichts aussagt und lediglich eine Höchstgrenze bedeutet, bis zu welcher die Verwaltung Aktien ausgeben darf, wird uns auch noch im letzten Kapitel dieser Abhandlung beschäftigen.

---

26) Braun F., „Le Régime des Sociétés par Actions aux Etats-Unis“ Paris 1924 S. 43.

6. in sonstiger Beziehung.

Nachdem wir bis hierher die c. b. in ihren Eigenarten, die sie von gewöhnlichen Schuldverschreibungen, also nicht wandelbaren Anleihen, unterscheiden, einer Untersuchung unterzogen haben, soll uns der nächste Abschnitt, der letzte dieses Kapitels, die Merkmale der c. b. vor Augen führen, die jeder Schuldverschreibung schlechthin, also nicht nur den wandelbaren, anhaften. Diese betreffen die Sicherheit für das Kapital, die Höhe und Dauer der Verzinsung sowie die Rückzahlung der Anleihe.

Während in den Vereinigten Staaten die Sicherheit für die Schuldverschreibungen — hiermit ist nicht die Sicherung des Umwandlungsanspruches zu verwechseln, die im vorigen Abschnitt behandelt wurde — die größten Differenzierungen aufweist, liegen die Verhältnisse in Deutschland nicht zuletzt infolge der bei uns geltenden Rechtsbestimmungen außerordentlich einfach und klar. Sämtliche deutschen konvertiblen Anleihen mit Ausnahme derjenigen der Ufa, I.G. und Harpener Bergbau A.G. sind hypothekarisch gesichert. Diese Tatsache, daß sich die Gesellschaften zu einer hypothekarischen Sicherung der Anleihen entschließen mußten, mag in erster Linie auf die unklaren Verhältnisse in der Nachinflationszeit zurückzuführen sein. Die Schuldner hielten es zum Zwecke der Marktfähigkeit ihrer Anleihen für nötig, diese neben dem Konversionsrecht mit einer hypothekarischen Sicherung auszustatten.

Von 113 von Huppertz[27]) untersuchten amerikanischen Emissionen von c. b. waren nur 27 sichergestellt, die 19,4% vom Gesamtnominalbetrag ausmachten, und 80 waren mit keinem besonderen Pfand als Sicherheit ausgerüstet. Der Rest von also nur 6 Emissionen waren collateral bonds, also durch Wertpapiere sichergestellte Schuldverschreibungen. —

Die Nominalverzinsung der deutschen c. b. schwankt zwischen 6% und 10%, wenn man von der Emission der Wieler & Hartmann A.G. in Danzig absieht, die ihre c. b. mit einer 12%igen Verzinsung ausgestattet hat. Dies war aus dem Grunde notwendig, weil die Schuldverschreibungen in 12%ige Vorzugsaktien umwandelbar waren. Wäre die Anleihe niedriger verzinslich gewesen, so hätte a priori festgestanden, daß die Obligationäre bei Eintreten der Umtauschfrist von ihrem Recht auf Umwandlung gewinnbringenden Gebrauch gemacht hätten, natürlich unter der Voraussetzung, daß das Unternehmen einen Gewinn zu erzielen verspricht, der die Ausschüttung einer Dividende von 12% an die Vorzugsaktionäre erlaubt. Was überhaupt die Gesellschaft veranlaßt hat, eine Emission von c. b. vorzunehmen, ist nicht klar zu erkennen, denn wirtschaftlich betrachtet unterscheiden sich die limitierten Vorzugsaktien mit prioritätischen Rechten bei der Gewinnver-

27) Huppert a. a. O. S. 65 ff.

teilung nur wenig von Obligationen (der Hauptunterschied besteht darin, daß sie nur im Falle einer Gewinnerzielung eine Dividende erhalten). Nähere Bedingungen über diese Emission sind nicht zu erfahren, da die c. b. nur an Verwaltungskreise begeben worden sind.

Wie bereits erwähnt, schwankt die Nominalverzinsung der restlichen deutschen Emissionen zwischen 6% und 10%, und zwar sind ausgestattet:

1 Emission mit 6%, die sich jedoch um je ½% für jedes über 12% hinausgehende Prozent Dividende auf die Stammaktien erhöht (I.G. Farbenindustrie),
2 Emissionen mit 7% (Harpener Bergbau A.G. und Concordia Bergbau A.G.),
1 Emission mit 7½% (Rheinische Stahlwerke),
2 Emissionen mit 8% (Basalt A.G. und Lingner Werke A.G.),
3 Emissionen mit 10% (Ufa, Nitritfabrik Köpenick A.G., Philipps A.G. Frankfurt a. M.).

Die Variationen sind hauptsächlich auf die verschiedenen Geschäftszweige und die Kapitalkraft der einzelnen Unternehmungen zurückzuführen.

Die Unterschiede in der Nominalverzinsung besagen jedoch noch nichts Endgültiges über die Effektivverzinsung, die von weit größerer Bedeutung ist. Wir errechnen diese aus den drei Faktoren

1. Nominalverzinsung,
2. Emissions- und Tilgungskurs,
3. Laufzeit.

Sowohl die Nominalverzinsung als auch der Emissions- und Tilgungskurs, d. h. Agio und Disagio, sind im voraus fest bestimmbare Größen, die in den Anleihebedingungen niedergelegt sind. Anders verhält es sich indessen mit den Modalitäten der Tilgung bezw. Rückzahlung. Wir können der einmaligen die sukzessive Tilgung gegenüberstellen. Letztere kann entweder in den Anleihebedingungen vorher genau festgelegt, also auf Grund eines Tilgungsplanes durch Rückkauf oder Auslosung oder nicht planmäßig auf Grund eines vorbehaltenen Kündigungsrechtes vorgenommen werden. Macht die Gesellschaft von ihrem Recht auf Kündigung keinen Gebrauch, so muß die Anleihe zu einem vorher festgelegten Termin spätestens getilgt sein. In diesem Falle könnten die Bedingungen etwa wie folgt lauten: „Die Anleihe wird getilgt am 1. Januar 1945, doch behält sich die Gesellschaft vor, sie insgesamt oder teilweise vom 1. Januar 1931 an mit einer Frist von einem halben Jahr zu ebenfalls 105% zu kündigen."

Das stärkste Moment der Unsicherheit bei der Errechnung der effektiven Verzinsung liegt aber darin, daß man bei der Begebung der Anleihe nicht weiß, ob und gegebenenfalls wann ein Umtausch vorgenommen werden und wie hoch der Aktienkurs zu dieser Zeit notieren wird.

Je mehr die Kursparität überschritten wird, desto höher ist die Effektivverzinsung, die sich in diesem Falle erst nachher errechnen lassen würde. Denn man muß den beim Umtausch notierten Aktienkurs unter der Voraussetzung eines Umtauschkurses von 100 als Rückzahlungskurs der Anleihe ansehen. Notieren z. B. während der Zeit des Umtausches die Aktien, in welche die c. b. convertiert werden können, 150, bei einem Umtauschkurse von 100, so ist 150 damit zugleich der Rückzahlungskurs. Denn nach dem Umtausch kann man die Aktien zu diesem Kurse veräußern. Bei genauer Rechnung müßte allerdings noch berücksichtigt werden, daß infolge des Umtausches eine Verwässerung der alten Aktien und damit eine Kurssenkung eintritt. Somit wäre der neu entstehende Kurs als Rückzahlungskurs der c. b. anzusehen.

Zunächst sehen wir von dem Recht auf vorzeitige Kündigung, das nur bei den wenigsten Anleihen ausbedungen worden ist, ab. Ebenso wollen wir das Konversionsrecht nicht berücksichtigen, so daß wir damit die Minimal-Effektivverzinsung errechnen, die sich beim Überschreiten der Kursparität entsprechend erhöhen kann. Von den Tilgungsterminen berücksichtigen wir den ersten und letzten und errechnen so z. B. bei den c. b. der Rheinischen Stahlwerke folgende Effektivverzinsung (Zinssatz nom. 7½%, begeben am 1. 4. 1925 zu 92%; erster Tilgungstermin am 31. 3. 1930 zu 103%, letzter Tilgungstermin 31. 3. 1945 zu 101%): ohne Berücksichtigung des Disagios beträgt die Effektivverzinsung RM 7,50 auf RM 92.— oder in Prozenten

$$92 : 7{,}5 = 100 : X$$
$$X = 8{,}15$$

Außerdem erhält der Anleihegläubiger am ersten Tilgungstermin für bei der Zeichnung gezahlte RM 92.— einen Betrag von RM 103.— zurück, erzielt also hierbei einen Gewinn von RM 11.—, der sich auf 5 Jahre verteilt. Bei genauer Rechnung sind Zins und Zinseszins zu berücksichtigen, so daß wir zu folgender Gleichung kommen: X ist die auf das einzelne Jahr entfallende zusätzliche Effektivverzinsung, die durch den Betrag von RM 11.— aus Agio und Disagio bedingt ist und q der Zinsfaktor = 1,07 (landesüblicher Zinsfuß 7%):

der am 1. 4. 1926 auf das vergangene Jahr entfallende Anteil x wächst bis zum 1. 4. 1930 an auf	$x.q^4$
derjenige der folgenden Jahresperiode auf	$x.q^3$
„ „ „ „ „	$x.q^2$
„ „ „ „ „	$x.q$
„ „ „ „ „	$x.$

Daraus läßt sich die Gleichung aufstellen

$$x + (x.q) + (x.q^2) + (x.q^3) + (x.q^4) = 11$$

Wir haben eine geometrische Reihe mit dem Anfangsglied x und dem Quotienten q erhalten. Die Formel lautet

$$11 = x \; \frac{1{,}07^{\,5} - 1}{1{,}07 - 1}$$

$$\underline{\underline{x = 1{,}913}}$$

Die durch Agio und Disagio bedingte zusätzliche Verzinsung beträgt demnach 1,913% für das Jahr auf je eingezahlte RM 92.—, also RM 1,913 oder in Prozenten

$$92 : 1{,}913 = 100 : x$$

$$\underline{\underline{x = 2{,}076}}$$

Die Effektivverzinsung dieser Anleihe beträgt also

$$\begin{array}{rr} & 8{,}15 \\ + & 2{,}08 \\ \hline = & 10{,}23\ \% \end{array}$$

während der Nominalzinsfuß nur 7,5% war.

Bei Berücksichtigung des letzten Tilgungstermines, der auf den 31. 3. 1945 fällt, ergibt sich bei einem Kurse von 101% aus Agio und Disagio eine zusätzliche Effektivverzinsung von

$$9 = x \; \frac{1{,}07^{20} - 1}{1{,}07 - 1}$$

$$x = \frac{(1{,}07 - 1) \cdot 9}{1{,}07^{20} - 1}$$

$$x = \frac{0{,}63}{2{,}87}$$

$$\underline{\underline{x = 0{,}2195}}$$

Auf je RM. 92.— also zusätzlich RM. 0,27, woraus sich ein Prozentsatz von $92 : 0{,}22 = 100 : x$ ergibt. Die Gesamteffektivverzinsung beträgt demnach bei Tilgung am letztmöglichen Termin

$$\begin{array}{rr} & 8{,}15 \\ + & 0{,}24 \\ \hline = & 8{,}39\ \% \end{array}$$

Auf dieselbe Weise errechnen wir die Effektivverzinsung der übrigen deutschen Anleihen und erhalten folgende Ergebnisse:

Gesellschaft	Em. Kurs	Emiss.-Datum	früheste Tilgung	späteste Tilgung	Tilgungskurs	Nom-Verz.	Effektivverzinsung bei frühst.	Effektivverzinsung bei spät.
Rheinische Stahlwerke	92	1. 4. 25	31. 3. 30	31. 3. 45	103 101	7,5	10,24	8,44
Harpener Bergbau A. G.	99	15. 11. 24	1. 7. 30	2. 1. 40	100	7	7,21	7,11
Basalt A. G.	98	1. 1. 25	30. 6. 30	31. 12. 49	100	8	8,45	8,19
Lingnerwerke	110	15. 1. 25	1. 2. 30	1. 2. 40	100	8	5,69	6,91
Ufa	105	28. 2. 25	1928	1. 4. 35	105	10	9,52	9,52
Nitritfabrik Köpenick AG.	100	9. 4. 25	1. 4. 28	1. 4. 28	105	10	11,56	11,56
Philipps A. G.	100	9. 4. 25	1. 10. 28	1. 4. 30	100	10	10,00	10,00
Concordia Bergbau A. G.	98	16. 1. 25	1. 1. 30	1. 1. 45	102	7	7,85	7,15
I. G. Farben	100	14. 1. 27	(Kündigung ab 4 Mon. n. Emiss)	1. 1. 45	110	6	—	6,29

Da bei einer Reihe von Anleihen die Effektivverzinsung bei späterer Tilgung niedriger ist als bei früherer, so fragt sich, wann denn eine Gesellschaft von ihrem Recht auf frühere Kündigung Gebrauch machen, d. h. sich mit einer höheren Verzinsung ihrer Anleihe belasten wird. Das wird sie dann tun, wenn der Marktzins fällt. „Es ist natürlich, daß dann der Emittent nach einer gewissen Zeit auch die Konsequenz zieht und die Anleihe, deren Bedingungen für ihn jetzt nicht mehr zeitgemäß sind, zur Rückzahlung bringt“[28]). Durch Aufnahme einer neuen Anleihe zu entsprechend niedrigerem Zinsfuß wird der Verlust, der sich aus der höheren Effektiv-Verzinsung bei frühzeitiger Tilgung der ersten Anleihe ergibt, bei weitem kompensiert bezw. überkompensiert werden. Nehmen wir den Fall an, die Effektivverzinsung einer Anleihe betrüge bei Tilgung zum frühesten Termin 10%, bei Tilgung zum spätesten Termin 8%. Nachdem der erste Tilgungstermin herangenaht ist, erlaube es der inzwischen gefallene landesübliche Zinsfuß, eine Anleihe zu einer Effektivverzinsung von ca. 6% mit Erfolg zu emittieren. Dann ist die Kündigung der alten und die Aufnahme einer neuen Anleihe angebracht, besonders wenn die Spanne zwischen dem frühesten Tilgungstermin der alten Anleihe und deren Emissionsdatum kleiner ist als diejenige zwischen demselben Zeit-

28) Wolfgang E., „Die Kursbildung am Rentenmarkt“, Stuttgart 1931, S. 109.

punkte und dem letzten Tilgungstermin. Dann war für die erste Spanne die Effektivverzinsung um 2% höher, für die letzte Spanne ist sie jedoch nach Tilgung der alten und Aufnahme einer neuen Anleihe um 2% niedriger. Ob man diese Transaktion ev. auch durch Anbieten des alten Zinstyps zur Konversion durchführt, ist lediglich eine Frage emissionstechnischer Natur.

Ebenfalls ist es möglich, daß sich die Gesellschaft durch vorzeitige Kündigung veränderten Produktionsbedingungen oder dergl. anpassen will.

Einen niederen Zinsfuß weisen gewöhnlich die Zeiten beginnender Krise auf[29]), doch sind Ausnahmen hiervon sehr wohl möglich. Es sei nur an die Zeit der Einführung der c. b. nach Deutschland erinnert. Sie erfolgte auch in Jahren wirtschaftlicher Depression, wenn nicht in Zeiten der Krise. Und gerade deshalb, weil zu dieser Zeit das Zinsniveau ein außergewöhnlich hohes war (der Kapitalmarkt konnte die auf ihm zusammenströmende Nachfrage bei weitem nicht befriedigen), führte man den Typ des c. b. ein. Die Gewinnchance bei Vornahme des Umtausches sollte ein Reizmittel sein.

Die obige Tabelle zeigt uns, daß der Unterschied in der Effektiv-Verzinsung bei den deutschen c. b. noch größer ist als derjenige der Nominal-Verzinsung. Bei letzterer schwanken die Zinsfüße zwischen 6% und 10%, während die Effektiv-Verzinsung zwischen 5,69% und 11,56% variiert.

Die höchste Effektiv-Verzinsung weisen die Anleihen der Nitritfabrik Köpenick A.G., der Philipps A.G. Frankfurt a. M. und der Ufa auf. Sämtliche drei Gesellschaften sind bezw. waren als außerordentlich kapitalschwach zu bezeichnen, so daß der Grund für die hohe Effektiv-Verzinsung allein aus dieser Tatsache abzuleiten ist. Sicherlich wäre es diesen Gesellschaften nicht gelungen, ihre Anleihen zu plazieren, wenn sie das Umwandlungsrecht nicht mit einem solch hohen Zinsfuß vereint hätten.

Läßt man diese drei Emissionen aus der Betrachtung heraus, so fällt noch der hohe Satz von 10,24% bei Tilgung zum frühesten Termin der Anleihe der Rheinischen Stahlwerke auf. Auch mit diesem Zinsfuß hat es seine besondere Bewandnis. Er kommt nur dann in Frage, wenn die Gesellschaft zu diesem frühesten Termin die gesamte Anleihe kündigt, denn die Emissionsbedingungen lauten: „Gesamtkündigung ab 2. 1. 1931 bei dreimonatiger Kündigungsfrist zu jedem Zinstermin zulässig. In diesem Falle beträgt der Rückzahlungskurs . . . Sonst planmäßige Kündigung innerhalb 15 Jahren in 30 gleichen halbjährlichen Beträgen durch Auslosung zu pari oder durch Rückkauf am Markte". Da man also die Gesamtkündigung, besonders zum frühestmöglichen Termin, als Ausnahmefall betrachten muß — sie

29) Schmidt F., a. a. O. S. 29 f., 34, 47.

wäre nur bei einem sehr niedrigen Marktzins vorgenommen worden — und die Vermutung naheliegt, daß die planmäßige Tilgung zu pari vorgenommen wird, so kann man in diesem Fall die Effektiv-Verzinsung mit 9,66% einsetzen. Die Effektivverzinsung der deutschen c. b. schwankt demgemäß zwischen diesem Satz und 5,96% (lt. Tabelle).

Die I.G. hat sich für ihre Anleihe eine Kündigung von 4 Monaten ausbedungen, die sie schon bei Beginn der Anleihe vornehmen kann. Das Rückzahlungsagio beträgt 10%. Würde die Gesellschaft sofort nach Emission der Anleihe eine Kündigung vorgenommen haben, so würde infolge des festgesetzten Agios die Effektivverzinsung anomal hoch gewesen sein (z. B. bei Kündigung nach Jahresfrist = 6% Zinsen + 10% Agio = 16%). Der Verfasser hat aus diesem Grunde von der Errechnung der Effektivverzinsung für den frühestmöglichen Tilgungstermin (vier Monate nach Emission der Anleihe) abgesehen. Die Gesellschaft hätte sich zu diesem Schritte nur im Falle anomaler Verhältnisse entschließen können, z. B. bei einem außerordentlichen Sinken des Marktzinsfußes auf etwa 3—4%. Bei Aufnahme einer neuen Anleihe zu entsprechend niedrigerem Zinsfuß hätte sie dann diesen Nachteil der höheren Effektivverzinsung, wie eben erwähnt, kompensieren bezw. überkompensieren können.

Wir haben im vorhergehenden wiederholt auf die Bedeutung der Laufzeit einer Anleihe bei Errechnung der Höhe der Effektiv-Verzinsung hingewiesen. Dabei haben wir sowohl die Höchst- wie die Mindestlaufzeit berücksichtigt. Diese wird bestimmt durch den frühesten Termin, zu dem die schuldnerische Gesellschaft sich das Recht auf Tilgung oder Kündigung vorbehält, jene durch den Termin, bis zu dem die Anleihe spätestens getilgt sein muß. Außerdem können die Anleihen zwischen beiden Terminen getilgt werden.

Bei dem Vergleich der Höchstlaufzeit der deutschen c. b. — die Verkürzung derselben durch die Möglichkeit vorzeitiger Kündigung oder Tilgung wollen wir im nächsten Absatz behandeln — erhalten wir das folgende Bild:

Laufzeit	Anzahl der Anleihen	Summe der Anleihen i. Mill. RM.
bis zu 10 Jahren	3	16,3
10 bis 20 Jahre	5	287,0
über 20 Jahre	1	4,0
	9	307,3

Hieraus ersehen wir, daß die meisten Emissionen eine Laufzeit von 10 bis 21 Jahren haben, während diejenigen mit längerer oder kürzerer Laufzeit in Bezug auf die Anleihebeträge ganz, der Zahl nach

allerdings in nicht so hohem Maße in den Hintergrund treten. Wir können hieraus den Schluß ziehen, daß die Gesellschaften die durch die konvertiblen Anleihen hereingenommenen Mittel in der Hauptsache als Anlagekapital benötigten, denn „ausschlaggebend bei der Wahl einer kurz- oder langfristigen Anleihe wird der wirtschaftliche Verwendungszweck des aufzunehmenden Kapitals sein“[30]). Es darf auch nicht vergessen werden, daß durch die Umwandlung der Bonds in Aktien die Nutzungsdauer des Kapitals auf unbestimmte Zeit verlängert wird.

Über das Kündigungsrecht ist schon gesprochen worden. Es mag noch an dieser Stelle erwähnt werden, daß es im allgemeinen erst nach Ablauf der Umtauschfrist zu beginnen pflegt.

Die Tilgung hat für die c. b. keine geringere Bedeutung als für die gewöhnlichen Schuldverschreibungen auch. Wenn weder ein Umtausch in Aktien vorgenommen wird, noch die Gesellschaft von ihrem Kündigungsrecht Gebrauch macht, will der Obligationär über den Zeitpunkt der Rückzahlung des Anleihebetrages unterrichtet sein. Neben der einmaligen kennen wir die Sukzessivtilgung, die sich von der Kündigung dadurch unterscheidet, daß der Tilgungsplan in den Anleihebedingungen bereits aufgenommen worden ist, die Tilgung demnach für die Gesellschaft obligatorisch ist, während sie bei der Kündigung freie Hand hat, ob sie dieselbe ausüben will oder nicht.

Endlich hat noch der Rückzahlungskurs Bedeutung, über den bei der Errechnung der Effektiv-Verzinsung auch schon gesprochen worden ist. Meist hat er die Aufgabe, die Nominalverzinsung zu regulieren bezw. diese mit dem Marktzins in Übereinstimmung zu bringen.

Die Rückzahlungskurse der deutschen c. b. schwanken zwischen 100% und 130%.

Einer Erwähnung bedürfen noch die Zinstermine der c. b. Am besten werden sie so gewählt, daß einer von ihnen mit dem Ende des Geschäftsjahres zusammenfällt, damit die Zinsabrechnung bei Vornahme des Umtausches erleichtert wird. In den Anleihebedingungen wird die Bestimmung aufgenommen, daß die Zinsscheine der c. b. für diejenige Zeit mit einzureichen sind, für welche die im Umtausch zu erwerbenden Aktien Dividendenberechtigung haben. Anderenfalls hat eine Rückvergütung der schon erhobenen Zinsen zu erfolgen. Fällt z. B. die Umtauschfrist in den Dezember und endigt das Geschäftsjahr am Ende dieses Monats, so müssen bei Vornahme des Umtausches die Zinsscheine per Ende Juli und Dezember mit eingereicht werden oder, falls der Juli-Zinskoupon schon eingelöst ist, die im Juli erhobenen Zinsen rückvergütet werden. Anderenfalls würde der Obligationär für die erste Hälfte des Jahres Zinsen auf den c. b. und Dividende auf die zu erwerbende Aktie erhalten.

30) Huppertz a. a. O. S. 80.

In den Anleihebedingungen finden wir auch immer entsprechende Bestimmungen. Nur die c. b. der Lingnerwerke machen darin eine Ausnahme. Die Zinsen der c. b. sind halbjährlich am 1. Februar und 1. August fällig. Das Recht auf Umtausch konnte vom 1. Februar bis 15. März 1928 geltend gemacht werden. Angaben darüber, welche Zinsscheine bei Vornahme des Umtausches mit einzureichen sind, enthalten die Anleihebedingungen nicht. Also werden die Obligationäre ihren Zinskoupon per 1. Februar 1928 eingelöst haben. Daraus ergibt sich das Kuriosum, daß sie für Januar 1928 eine doppelte Verzinsung ihres Kapitals genießen konnten, nämlich einmal erhielten sie Zinsen auf den c. b. für diesen Monat und zum anderen Dividende auf die im Umtausch erhaltene Aktie für das Jahr 1928, worin ein entsprechender Anteil für den Monat Januar enthalten war. Man kann dies als Reduktion des Umtauschkurses auffassen.

III. *Berechnung des Bezugrechtwertes bei Convertible Bonds.*

In vereinzelten Fällen kommt es vor, daß den alten Aktionären bei der Ausgabe einer convertiblen Anleihe ein Bezugsrecht auf die Schuldverschreibungen eingeräumt wird. Unter Berücksichtigung der Tatsache, daß diese in neue Aktien umgetauscht werden können, errechnet sich der Wert des Bezugsrechtes in einer ähnlichen Weise wie beim direkten Bezug neuer Aktien. Die c. b. schalten sich bei dem Bezuge nur als Zwischenglied ein. Voraussetzung ist jedoch, daß das Umtauschrecht gleich nach Ausgabe der c. b. zu laufen beginnt. Das ist in den Vereinigten Staaten häufiger der Fall, in Deutschland dagegen selten.

Ist diese Voraussetzung erfüllt, so können wir in die bekannte Bezugrechtsformel[1])

$$A - \frac{aA + bB}{a + b}$$

(A = Kurs, a = Anzahl der alten Aktien; B = Bezugskurs, b = Anzahl der neuen Aktien) für B den Bezugskurs der c. b. und für b die Zahl der c. b. einsetzen und erhalten dann den Wert des der alten Aktie anhaftenden Bezugsrechtes. Voraussetzung ist dabei ein Umtauschkurs von 100, anderenfalls muß für B

$$\frac{\text{Bezugskurs der c. b. . Umtauschkurs}}{100}$$

eingesetzt werden.

1) Kalveram W., „Kaufmännisches Rechnen" i. Sammlg. „Die Handelshochschule" Bd. 1, S. 173.

Nehmen wir einmal an, eine Gesellschaft biete ihren Aktionären ein Bezugsrecht auf c. b. im Verhältnis 3 : 1 an, die zum Kurse von 100 in Aktien umgetauscht werden können. Die Aktien notieren 128, und das Umtauschrecht könne gleich nach Ausgabe der c. b. geltend gemacht werden. Das bedeutet nichts anderes, als daß eine Aktie im Verhältnis von 3 : 1 zum Kurse von 100 angeboten wird. Bei dem Bezugsakt schaltet sich der c. b. nur als Zwischenglied ein. Der Wert des Bezugsrechtes beträgt nach der obigen Formel

$$128 - \frac{384 + 100}{4} = 128 - 121 = \underline{\underline{7\ \%}}$$

Da jedoch in den meisten Fällen das Umtauschrecht erst längere Zeit nach Ausgabe der c. b. geltend gemacht werden kann und der in diesem späteren Zeitpunkt zur Notierung gelangende Börsenkurs im voraus nicht bestimmbar ist, so ergibt sich hieraus die erste Schwierigkeit für eine exakte Bezugsrechtswertberechnung. Will man den Wert ermitteln, so kann man es nur in der Weise tun, daß man den augenblicklichen Börsenkurs der alten Aktien oder einen anderen als für die Zeit des Umtausches wahrscheinlich hypothetisch annimmt.

Das ist jedoch nicht die einzige Schwierigkeit, die sich uns entgegenstellt. Oft sind die Umtauschkurse bei langer Umtauschfrist periodisch gestaffelt. Der Umtauschkurs wird entweder von Jahr zu Jahr günstiger oder ungünstiger. Welcher Umtauschkurs soll bei der Berechnung zu Grunde gelegt werden? Zum richtigsten Ergebnis führt die Errechnung des Bezugsrechtswertes für jeden Umtauschkurs (d. h. für jedes Jahr, wenn die Umtauschkurse jährlich wechseln). Aus den erhaltenen Werten ist alsdann das arithmetische Mittel zu ziehen.

Und schließlich tritt uns noch eine dritte Schwierigkeit entgegen. Wenn bei langer Umtauschfrist mit gestaffelten Kursen für jedes Jahr ein Bezugsrechtswert errechnet werden soll, so muß man im voraus die Höhe der jährlichen Umtauschrate der Anleihe kennen. „Die Gewährung von Bezugsrechten an die alten Aktionäre bedeutet für diese kein Geschenk, da der Gesamtwert der alten Aktien durch die Kapitalverwässerung (Aufnahme des neuen Kapitals unter dem Börsenkurs) so viel sinkt, als der Gegenwert der jungen Aktien steigt“[2]). Wenn im voraus jedoch nicht bekannt ist, wie viele c. b. jährlich zum Umtausch eingereicht werden, kann man auch nicht wissen, in welchem Maße eine Kapitalverwässerung eintreten wird. Man muß sich wieder mit einer Hypothese behelfen. Für jedes Jahr der Umtauschfrist kann ein entsprechender Teil der Anleihe als wahrscheinlich umtauschreif angenommen werden, z. B. bei einer fünfjährigen Umtauschfrist können wir unterstellen, $^1/_5$ der gesamten Anleihe werde jährlich zum Umtausch eingereicht. Eine gleichmäßige Verteilung auf 5 Jahre braucht

2) Kalveram a. a. O. S. 172.

natürlich nicht in jedem Falle richtig zu sein. Wenn die Umtauschkurse nicht für alle Jahre gleich günstig sind, müssen die für den Umtausch günstigeren Jahre ev. stärker berücksichtigt werden.

Wie verwickelt und schwer verständlich für das anlagesuchende Publikum die Berechnung des Bezugsrechtswertes in solchen Fällen ist, zeigt sich am besten bei der praktischen Durchführung für die Anleihe der I.G. Wir wollen die Berechnung durchführen, obwohl wir uns deren problematischer Natur durchaus bewußt sind. Vom theoretisch-betriebswirtschaftlichem Standpunkt ist die Berechnung um so lehrreicher.

Den Aktionären wurde ein Bezugsrecht auf die c. b. im Verhältnis 4 : 1 angeboten. Für nom. RM 200.— Obligationen konnten bezw. können zur Zeit der Umtauschfrist RM 100.— neue Aktien bezogen werden zu Kursen, die von Jahr zu Jahr fallen.

Sie betragen bezw. betrugen:

1928:	200%	3:	171%	1938:	130%
9:	195%	4:	164%	9:	120%
30:	190%	5:	156%	40:	110%
1:	184%	6:	148%	1:	100%
2:	178%	7:	139%		

Umtauschspitzen werden nach Wahl der Gesellschaft in bar oder in leeren Schuldverschreibungen vergütet.

Zur Zeit der Begebung der Anleihe stand der Kurs der Aktien auf 270. Unter Berücksichtigung eines Dividendenabschlages von 12% (12% Dividende für 1927) kommen wir zu einem Kurs von 258. Wir wollen annehmen, dieser Kurs verändere sich bis zum letzten Jahre der Umtauschmöglichkeit nur infolge der Verwässerung der Aktien durch Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre. M. a. W. soll die Verwässerung durch Umtausch der einzige Faktor sein, der eine Veränderung des Kurses bewirkt. Fände die Verwässerung nicht statt, bliebe der Kurs auf 258 fest stehen. Weiter soll unterstellt werden, daß jedes Jahr während der Umtauschfrist ein gleich großer Teil der Anleihe zum Umtausch eingereicht wird. Die Umtauschrift beträgt 14 Jahre, so daß eine jährliche Umtauschrate von $^1/_{14}$ der gesamten Anleihe angenommen werden soll. (Damit ist natürlich nicht gesagt, daß der Umtausch wirklich in diesen Raten vorgenommen wird. Das hängt von der Kursbildung der Aktien ab, so daß ev. ein Gesamtumtausch in einem Jahre eintreten kann. Es sei jedoch wiederholt, daß wir die Kursänderung durch andere Faktoren als die Verwässerung eliminiert und hypothetisch einen Kurs von 258 zu Grunde gelegt haben.)

Ferner ist das jährliche Fallen der Umtauschkurse zu berücksichtigen. Hierdurch wird das Bezugsrecht periodisch günstiger, d. h. es erfährt eine jährliche Wertsteigerung.

Wir berechnen den Bezugsrechtswert für jedes Jahr der Umtauschfrist und bezeichnen das arithmetische Mittel aus ihnen als den Wert des Bezugsrechtes, wie er für das Jahr der Ausgabe gilt. Zuvor muß es jedoch auf das Jahr der Ausgabe diskontiert werden.

Im Jahre 1928 betrug der Kurswert von nom.

RM 400.— Aktien (Kurs 258)	1032
Auf RM 400.— Aktien nom. konnte ein c. b. (Bezugsrecht 4 : 1) zu pari bezogen werden	100
RM 100.— c. b. nom. können in nom. RM 50.— neue Aktien umgetauscht werden, also haben nom. RM 450.— Aktien einen Kurswert von	1132
der Kurswert von nom. RM 100.— Aktien beträgt demnach	251,55
Bezugsrecht	6,45%.

Der Kurs der Aktien würde auf 251,55 sinken, wenn sämtliche c. b. bereits im Jahre 1928 zum Umtausch eingereicht worden wären. Wie bereits dargelegt, nehmen wir jedoch an, daß nur $^1/_{14}$ der gesamten Anleihe zum Umtausch eingereicht wird[3]). Dann fällt der Aktienkurs nicht um 6,54%, sondern nur um 6,54 : 14 = 0,46% auf 257,54.

Für das Jahr 1929 ist ein Umtauschkurs von 195% in den Anleihebedingungen festgesetzt worden. Das heißt, daß der Aktionär für 2 c. b. RM. 200 — bei Erwerb bezahlen mußte, diese auch verzinst erhielt, beim Umtausch in Aktien aber RM. 5.— (für RM. 100.— c. b. = RM. 2,50) zurückerhält. M. a. W. hat er für eine Aktie RM. 195.— zu zahlen, für eine halbe Aktie also RM. 97,50.

Dementsprechend errechnet sich der Wert des Bezugsrechtes für 1929 unter der Voraussetzung, daß 1928 nur $^1/_{14}$ der gesamten Anleihe als umgetauscht angenommen wird und infolge der Verwässerung der Kurs der Aktie auf 257,54 gesunken ist, wie folgt:

RM. 400.— Aktien	à 257,54	= 1030,16
„ 100.— Obl.	à 97,5	= 97,50
RM. 450.— Aktien		= 1127,66
„ 100.— „		= 250,59
	Bezugsrecht	= 6,95%.

3) Es mag erwähnt werden, daß der tatsächliche Umtausch nicht in dem angenommenen Verhältnis stattgefunden hat. Im Jahre 1928 wurden keine c b., im Jahre 1929 knapp RM. nom. 300 000.—, im Jahre 1930 etwas über RM. nom. 60 000.— umgetauscht. Gesamtleihebetrag RM. 250 000 000.— (Das Grünbuch der Aktiengesellschaften 1931, V, S. 4189).

Auch in diesem Jahre machen nicht sämtliche Inhaber der c. b. von ihrem Umtauschrecht Gebrauch, sondern nur $^1/_{14}$, so daß der Kurs der Aktien nicht auf 250,59%, sondern auf 257,54 — (6,95 : 14) = 257,04 sinkt.

In derselben Weise führen wir unsere Berechnung bis zum Jahre 1941 durch und gelangen zu folgenden Ergebnissen:

1930:	RM. 400.—	Aktien	à 257,04	=	1028,16
	„ 100.—	Obl.	à 95	=	95,00
	RM. 450.—	Aktien		=	1123,16
	„ 100.—	„		=	249,59
			Bezugsrecht = 7,45%.		
1931:	RM. 400.—	Aktien	à 256,51	=	1026,04
	„ 100.—	Obl.	à 92	=	92,00
	RM. 450.—	Aktien		=	1118,04
	„ 100.—	„		=	248,45
			Bezugsrecht = 8,06%		
1932:	RM. 400.—	Aktien	à 255,93	=	1023,72
	„ 100.—	Obl.	à 89,00	=	89,00
	RM. 450.—	Aktien =		=	1112,72
	„ 100.—	„		=	247,27
			Bezugsrecht = 8,66%		
1933:	RM. 400.—	Aktien	à 255,31	=	1021,24
	„ 100.—	Obl.	à 85,5	=	85,50
	RM. 450.—	Aktien		=	1106,74
	„ 100.—	„		=	245,94
			Bezugsrecht = 9,37%		
1934:	RM. 400.—	Aktien	à 254,64	=	1018,56
	„ 100.—	Obl.	à 82	=	82,00
	RM. 450.—	Aktien		=	1100,56
	„ 100.—	„		=	244,57
			Bezugsrecht = 10,07%		
1935:	RM. 400.—	Aktien	à 253,92	=	1015,68
	„ 100.—	Obl.	à 78	=	78,00
	RM. 450.—	Aktien		=	1098,63
	„ 100.—	„		=	243,04
			Bezugsrecht = 10,88%		

1936:	RM. 400.—	Aktien	à 253,14	= 1012,56
	„ 100.—	Obl.	à 74	= 74,00
	RM. 450.—	Aktien		= 1086,56
	„ 100.—	„		= 241,46
			Bezugsrecht	= 11,68%
1937:	RM. 400.—	Aktien	à 252,31	= 1009,24
	„ 100.—	Obl.	à 69,5	= 69,50
	RM. 450.—	Aktien		= 1078,74
	„ 100.—	„		= 239,56
			Bezugsrceht	= 12,75%
1938:	RM. 400.—	Aktien	à 251,40	= 1005,60
	„ 100.—	Obl.	à 65	= 65,00
	RM. 450.—	Aktien		= 1071,60
	„ 100.—	„		= 237,91
			Bezugsrecht	= 13,49%
1939:	RM. 400.—	Aktien	à 245,70	= 982,80
	„ 100.—	Obl.	à 60	= 60,00
	RM. 450.—	Aktien		= 1042,80
	„ 100.—	„		= 231,84
			Bezugsrecht	= 13,86%
1940:	RM. 400.—	Aktien	à 244,75	= 978,84
	„ 100.—	Obl.	à 55	= 55,00
	RM. 450.—	Aktien		= 1033,84
	„ 100.—	„		= 229,74
			Bezugsrecht	= 14,97%
1941:	RM. 400.—	Aktien	à 243,64	= 974,56
	„ 100.—	Obl.	à 50	= 50,00
	RM. 450.—	Aktien		= 1024,56
	„ 100.—	„		= 227,68
			Bezugsrecht	= 15,96%

Kurs zu Beginn 1942: 242,5.

Goldmann[4]) kommt bei seinen Berechnungen zu einem etwas falschen Resultat, weil er das jährliche Sinken des Aktienkurses infolge der Kapitalverwässerung nicht berücksichtigt. Er legt für jedes Jahr

4) Goldmann a. a. O. S. 38 ff.

einen gleichbleibenden Kurs von 258 zu Grunde. Eine weitere Unrichtigkeit enthält seine Rechnung deshalb, weil er aus den gefundenen Bezugsrechtswerten ohne weiteres das arithmetische Mittel zieht und nicht berücksichtigt, daß diese sämtlich auf das Jahr der Zahlung, nämlich 1928. abgezinst werden müssen. Denn ein Bezugsrecht, das nach unseren Berechnungen z. B. im Jahre 1933 einen Wert von 9,37% hat, aber bereits im Jahre 1928 bezahlt werden mußte, kann für 1928 nur mit

$$\frac{9{,}37}{q\,5}\,\%$$

(q = Zinsfaktor) angesetzt werden. Das geht auch aus folgender Überlegung hervor. Wir wollen einmal annehmen, daß im Jahre 1933 sämtliche noch im Umlauf befindlichen c. b. zum Umtausch eingereicht werden. Um eine Aktie beziehen zu können, mußten 8 Bezugsrechte erworben werden (auf 4 alte Aktien 1 c. b., auf 2 c. b. 1 junge Aktie). 8 Bezugsrechte kosten per 1933 8 . 9,37 = 74,96; für 2 c. b. mußten RM. 171.— bezahlt werden (RM. 29.— werden bei Vornahme des Umtausches zurückvergütet). Für eine Aktie hat der Erwerber demnach im Jahre 1933 74,96 + 171 = RM. 245,96 zu zahlen. Der Aktienkurs würde unter der Voraussetzung, daß sämtliche noch im Verkehr befindlichen c. b. zum Umtausch eingereicht würden, nach unseren Berechnungen auf 245,94 sinken. Die Differenz von 0,02 ergibt sich aus der Abrundung bei der Berechnung. Da nun das für das Jahr 1933 in Betracht kommende Bezugsrecht schon im Jahre 1928 vergütet werden mußte, würden dem Käufer die Bezugsrechte nicht 74,96 kosten, sondern 74,96 q^5. Hieraus ergibt sich die Notwendigkeit der Abzinsung des Bezugsrechtswertes für jedes Jahr auf 1928. Wir kommen demnach unter Verwendung eines 6%igen Zinsfußes zu folgenden Ergebnissen:

1928: 6,45%	= 6,45%	1935: 10,88 : $1{,}06^7$	= 7,24%
9: 6,95% : 1,06	= 6,56%	6: 11,68 : $1{,}06^8$	= 7,33%
30: 7,45% : $1{,}06^2$	= 6,63%	7: 12,75 : $1{,}06^9$	= 7,55%
1: 8,06% : $1{,}06^3$	= 6,77%	8: 13,49 : $1{,}06^{10}$	= 7,53%
2: 8,66% : $1{,}06^4$	= 6,86%	9: 13,86 : $1{,}06^{11}$	= 7,30%
3: 9,37% : $1{,}06^5$	= 7,00%	40: 14,97 : $1{,}06^{12}$	= 7,44%
4:10,07% : $1{,}06^6$	= 7,10%	1: 15,96 : $1{,}06^{13}$	= 7,48%

Das arithmetische Mitel der abgezinsten Zahlen beträgt

7,09%.

Dies ist der Bezugsrechtswert, der den alten Aktien anhaftet und im Jahre 1928 zahlbar war. Einige Proben sollen uns die Richtigkeit unserer Berechnung beweisen.

Im Jahre 1935 sinkt nach unserer obigen Tabelle der Wert der Aktien, wenn alle noch umlaufenden c. b. zum Umtausch eingereicht werden, auf 243,04. Um eine Aktie zu diesem Kurse zu erhalten, hat der Erwerber des Bezugsrechtes im Jahre 1928 8 . 7,09 = 56,72 bezahlen müssen. Dieser Betrag ist bis zum Jahre 1935 auf

$56{,}72 \cdot 1{,}06^7$ = 85,28

gestiegen, dazu hat er noch zu leisten den

Betrag von 2 Obligationen = RM. 200.— — 44.— = 156,00

241,28.

Wir sehen, daß diese beiden Kurse ungefähr gleich groß sind.

Da nun aber nicht alle Inhaber von c. b. von ihrem Umtauschrecht Gebrauch machen und infolgedessen der Kurs der Aktien gemäß unserer obigen Tabelle auf 253,14 (Kurs zu Beginn des Jahres 1936) sinkt, scheint es auf den ersten Blick, als ob der Umtausch sehr gewinnbringend sei. Wenn man jedoch berücksichtigt. daß bis zum Ende der Laufzeit infolge der von Jahr zu Jahr weiter eintretenden Kapitalverwässerung der Kurs auf 242,5 herabgleitet, sieht man, daß dieser Gewinn durch einen späteren zwangsläufig eintretenden Verlust absorbiert wird. Aus der gleichen Überlegung heraus kann man errechnen, daß der Umtausch in den ersten Jahren während der Konversionsfrist verlustbringend ist, während sich in den letzten Jahren der Verlust in einen Gewinn umwandelt.

Wir können die Probe auch von einer anderen Seite her vornehmen. Nach Ablauf der Umtauschfrist wird nach unserer obigen Tabelle der Kurs der Aktien auf 242,5 gefallen sein. Der Aktionär erleidet demnach eine Kurseinbuße von 258 — 242,5 = 15,5. Die Vergütung für das Bezugsrecht betrug RM. 7,09, die im Jahre 1941 auf $7{,}09 \cdot 1{,}06^{14}$ = 16,03 angewachsen sein wird. So sehen wir auch hier eine starke Angleichung der beiden Beträge. Die Differenz erklärt sich aus der Zugrundelegung des arithmetischen Mittels.

Wir haben bei unserer Berechnung den Ausnahmefall der Kündigung der c. b. seitens der Gesellschaft nicht berücksichtigt. In diesem Falle ermäßigt sich der Bezugskurs bezw. der Umtauschkurs lt. den Anleihebedingungen um je 10% dieses Kurses. Dadurch würde eine geringe Erhöhung des Bezugrechtswertes eintreten.

Goldmann[5]) gelangt zu einem durchschnittlichen Bezugrechtswert von 11,02%. Ohne Berücksichtigung der Abzinsung würden wir zu einem durchschnittlichen Bezugrechtswert von 10,76% kommen.

Wenn im Jahre 1928 die Bezugsrechtswerte zwischen 8% und 11% gehandelt worden sind[6]), so ist das nach des Verfassers Erachten dar-

5) Goldmann a. a. O. S. 39 f.

6) Frankfurter Zeitung Nr. 924 v. 13. Dez. 1927, Nr. 927 v. 14. Dez. 1927, Nr. 930 v. 15. Dez. 1927, Nr. 933 v. 16. Dez. 1927.

auf zurückzuführen, daß mit einem Steigen des Aktienkurses im Laufe der nächsten Jahre gerechnet worden ist oder aber, was noch wahrscheinlicher ist, daß eine exakte Bezugsrechtswertberechnung nicht durchgeführt werden konnte. Für das anlagesuchende Publikum dürfte die Durchführung einer Berechnung, wie wir sie vorgenommen haben, unmöglich und zu umständlich sein. Außerdem wäre eine theoretische Schulung Voraussetzung. Ob es angesichts dieser Tatsache überhaupt angebracht erscheint, eine Anleihe mit derartig komplizierten Bedingungen auszustatten, erscheint dem Verfasser zweifelhaft, zumal mit einer Anzahl Imponderabilien bezw. Hypothesen gerechnet werden mußte, die auch den Theoretiker nur zu einem problematischen Resultat gelangen lassen.

Daß auch noch andere Faktoren auf die Preisbildung des Bezugsrechtswertes Einfluß haben, wie z. B. das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage und die zukünftige Rentabilität der Aktien, mußte bei unserer Betrachtung unberücksichtigt bleiben.

Eine Berechnung des Bezugsrechtswertes für die c. b. der I.G. ist auch im „Deutschen Volkswirt“[7]) erfolgt. Diese geht aber insofern fehl, als in ihr eine Verwässerung des Kapitals gleich vom Jahre 1928 ab in vollem Maße angenommen wird. Diese erfolgt natürlich nur dann, wenn sämtliche c. b. gleich zum Umtausch eingereicht werden. Die Berechnung im „Deutschen Volkswirt“, nach der der Erwerber des Bezugsrechtes damit einen Verlust erleiden würde, geht also fehl.

Ursachen und Wirkung verwechselt Merk[8]) bei der Berechnung des Bezugsrechtswertes. Er berücksichtigt die Verwässerung des Kapitals nicht und berechnet den Wert der c. b. mit 140. Weil der Wert des c. b. 140 betrage, sei das Bezugsrecht 10 (sein Resultat lautet 10,2 bei ungenauer Rechnung), denn das Bezugsrecht der Aktien auf c. b. betrug 4 : 1. Der Fall liegt jedoch umgekehrt. Man kann nur von dem Wert des Bezugsrechtes auf den Wert der c. b. schließen. Denn nur in diesem Fall läßt sich auch die von Jahr zu Jahr eintretende Verwässerung errechnen.

Es wirkt also der Wert des Bezugsrechtes auf den Kurs der c. b. ein und nicht der Kurs der c. b. auf den Wert des Bezugsrechtes. Ursache für den Wert des c. b. ist der Wert des Bezugsrechtes.

IV. *Verbuchung von Convertible Bonds.*

1. bei Vorhandensein von Vorratsaktien.

Im Rahmen dieser Arbeit interessieren uns lediglich die Buchungsvorgänge, die bei dem Umtauschakt der c. b. in Aktien notwendig sind.

---

7) Deutscher Volkswirt, Jhrg. 1927/28, Nr. 11 v. 16. Dez. 1927, Beilage.
8) Merk, „Die Farbenobligationen“ i. „Bankwissenschaft“ Jhrg. 4, S. 736 ff.

Bei der Ausgabe von c. b. ist die Buchungstechnik dieselbe wie bei einer Ausgabe gewöhnlicher Schuldverschreibungen[1]) auch.

Wir wollen zunächst den Fall untersuchen, daß eine Gesellschaft Vorratsaktien in ihrem Besitz hat. Den Fall der Neuschaffung junger Aktien im Zeitpunkte des Umtausches behandeln wir im folgenden Unterabschnitt.

Vorweg mag erwähnt werden, daß der Erwerb eigener Aktien seit dem 1. Oktober 1931 gemäß der Verordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnestie vom 19. Sept. 1931 nur noch in beschränktem Maße möglich ist. Durch die genannte Verordnung ist § 226 HGB nach der Richtung eingeengt worden, daß eigene Aktien nur erworben werden dürfen, wenn dadurch ein schwerer Schaden von der Gesellschaft abgewendet wird und der Gesamtnennbetrag der zu erwerbenden Aktien 10% des Grundkapitals nicht übersteigt.

Unsere folgenden Untersuchungen gelten dem Zustande, wie er vor dem Inkrafttreten der erwähnten Verordnung bestand. Heute können vorhandene Vorratsaktien praktisch nicht mehr als Umtauschobjekt dienen, wenn sie, wie es zum Zwecke des Umtausches praktisch wohl der Fall sein dürfte, mehr als 10% des Grundkapitals ausmachen.

Zunächst müssen wir untersuchen, auf welche Arten sich eine Gesellschaft in den Besitz von Vorratsaktien setzen konnte. Eine grundlegende Untersuchung über deren Wesen und Rechtsgültigkeit können wir nicht anstellen, da sonst der Rahmen dieser Arbeit gesprengt würde. Wir begnügen uns mit der Definition von Schmulewitz[2]): „Vorratsaktien sind also auf Grund einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des Bezugsrechtes der alten Aktionäre geschaffene Aktien, deren Ausgabepreis erheblich niedriger als der dem Kurswert der alten gattungsgleichen Aktien entsprechende Preis ist und deren Inhaber zu Gunsten der A.G. in der Verwendung der Aktien gebunden sind. . . . Mitunter macht sich die Gesellschaft auch das Recht aus, die Vorratsaktien unter gewissen Bedingungen, etwa zu einem bestimmten Kurse oder nach Ablauf einer Frist zu erwerben."

In vielen Fällen sind die Gesellschaften bei der Umstellung ihrer Bilanz auf Goldmark in den Besitz von Vorratsaktien gekommen.. Während der Inflationszeit wurden Aktien auf dem Wege einer Kapitalerhöhung unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechtes der Aktionäre geschaffen und oft unter dem Vorwand der drohenden Gefahr einer Überfremdung einem Konsortium übergeben mit der Verpflich-

---

1) vergl. hierüber Kalveram W. „Buchhaltung" in Sammlg. „Die Handelshochschule" Bd. 1 Kap. II, S. 473 ff.

2) Schmulewitz M. „Die Verwaltungsaktie — Herrschafts- und Vorratsaktie — ihre rechtlichen und wirtschaftlichen Grundlagen", Rechtsvergleichende Abhandlungen III, herausgegeben v. Titze und Wolff, Berlin 1927, S. 45.

tung, sie nach Weisung der Gesellschaft zu verwenden. Gemäß §§ 30 bis 32 der zweiten Verordnung zur Durchführung der Verordnung über Goldbilanzen vom 28. März 1924 (Reachsanzeiger Nr. 75 vom 28. März 1924) konnte derjenige Teil der Vorratsaktien, der sich noch unverwendet in den Händen des Übernahmekonsortiums befand, von der Gesellschaft eingezogen werden.

Auf Grund dieser Bestimmungen war eine Anzahl von Gesellschaften, die c. b. ausgegeben hatte, in den Besitz von Vorratsaktien gelangt. Die eingezogenen Aktien hatten sie vorher einem Konsortium zum Zwecke der Verhinderung einer angeblich drohenden Überfremdung übergeben. In derselben Weise wie vor der Umstellung konnten die Gesellschaften nach derselben den zum Umtausch der c. b. in Aktien notwendigen Teil durch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechtes der Aktionäre schaffen. Ein Treuhänder hatte einen entsprechenden Betrag zu zeichnen und erhielt dann den von ihm vorgeschossenen Betrag von der Gesellschaft zurück. Dieser wurden dann die Aktien als Gegenwert übergeben. Ob sich eine solche Transaktion mit den Grundsätzen deutscher Rechtsauffassung vereinbaren läßt, kann zweifelhaft erscheinen. Es sind jedenfalls genügend Methoden „beschrieben und empfohlen worden, wie nach durchgeführter Kapitalerhöhung der die Aktien zeichnende „Treuhänder" wieder in den Genuß seines der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Kapitals gesetzt werden kann"[3]). Und es sind auch de facto auf diese Weise des öfteren Vorratsaktien geschaffen worden.

Schließlich war es der Gesellschaft noch möglich, sich Vorratsaktien auf dem Wege des Erwerbes auf dem freien Markte zu beschaffen. „Der Ankauf eigener Aktien ist heute durchaus kein Kennzeichen innerer Schwäche eines Unternehmens, sondern im Gegenteil bedienen sich gerade finanziell vorzüglich fundierte Gesellschaften dieses Mittels, etwa um Aktienmaterial ... zur Einlösung von Wandelanleihen zur Verfügung zu haben ..."[4]). Voraussetzung hierfür war die volle Einzahlung der Aktien, denn nach § 226 HGB ist der AG der Erwerb noch nicht voll eingezahlter Aktien für den Regelfall unmöglich[5]). Daß der Erwerb eigener Aktien überhaupt möglich war, dürfte vor dem Inkrafttreten der oben zitierten Verordnung keinem Zweifel unterlegen haben. Man ist während der Inflationszeit kurzerhand über § 226 HGB hinweggegangen, und die Goldbilanzverordnung hat dann schließlich den Erwerb eigener Aktien zugelassen.

Die Probleme hinsichtlich des Stimmrechtes, des Bezugsrechtes

---

3) Nußbaum A. „Aktionär und Verwaltung", Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen Heft 8, Berlin 1928, S. 24.

4) Ruth R. „Eigene Aktien und Verwaltungsaktien", Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen Heft 9, Berlin 1928, S. 29.

5) Schmulewitz a. a. O. S. 143.

und des Dividendenrechtes bei Vorratsaktien untersuchen wir nicht, weil sie für unsere Ausführungen belanglos sind[6]).

Die Art der Entstehung der Vorratsaktien war für ihre Bilanzierung maßgeblich. Ihrem Nennbetrag nach waren sie unter den Passiven in dem Posten Grundkapital aufzunehmen, denn entscheidend ist für diesen Posten der satzungsgemäße Grundkapitalbetrag[7]).

Mit welchem Wert mußten sie dagegen unter die Aktiven aufgenommen werden? Er war je nach ihrer Entstehung verschieden anzusetzen. Wurden sie auf Grund der Umstellung erworben, so war für ihre Bewertung „derjenige Zeitpunkt maßgebend, für den die Eröffnungsbilanz aufgemacht wird"[8]), denn in diesem Zeitpunkt hatte die Einziehung zu erfolgen und mußte ein entsprechender Betrag aufgewendet werden. Dieser Betrag bemaß sich nach dem Anteil am Goldmarkvermögen, „der dem Verhältnis des Nennbetrages der einzuziehenden Aktien zum Nennbetrage der gesamten Aktien entspricht. Der Betrag darf jedoch den in Goldmark umgerechneten Wert der auf die einzuziehenden Aktien geleisteten Einlagen nicht übersteigen. Der Wert etwa gewährter Bezugsrechte ist abzuziehen, soweit dies nicht zu einer offenbar unbilligen Härte für die betroffenen Aktionäre führen würde ... Diese Vorschriften gelten nicht für solche Aktien, auf die Einlagen entsprechend dem Kurse oder Wert der nach den allgemeinen Bestimmungen umzustellenden Aktien geleistet wird (§ 30 II. D.V. zur Goldbilanzverordnung). Der Mindestbetrag dieser Aktien mußte 1 Goldmark betragen oder ein vielfaches hiervon, die gesamte Aktiengattung mußte den Betrag von Goldmark 5000.— erreichen, anderenfalls waren die erforderlichen Mehrbeträge + Kosten nachzuzahlen[9]).

Für diesen Fall war demnach der von der Gesellschaft zum Zwecke der Einziehung zu entrichtende Betrag, der nach den obigen Grundsätzen zu berechnen war, als Wert der Vorratsaktien bei der Bilanzierung einzusetzen. Bei Kurssenkungen waren gemäß § 261 HGB a. F. entsprechende Abschreibungen vorzunehmen.

Wurden Vorratsaktien nach der Umstellung geschaffen, die den Bestimmungen der DVGBV nicht unterlagen, so war gemäß § 261 HGB a. F. der Börsen- bezw. der Anschaffungspreis Grundlage der Bewertung Als Anschaffungspreis mußte der dem Treuhänder zurückvergütete Betrag, in dem Kosten und Porvisionen enthalten waren, angesehen werden. Der Absatz 3 zu § 261 HGB a. F. kam für die Bewertung nicht in Betracht, da die Vorratsaktien nicht dauernd zum Geschäftsbetriebe der Gesellschaft bestimmt waren.

6) vergl. hierüber besonders Schmulewitz a. a. O. S. 72 ff., Ruth a. a. O. S. 6 ff., Nußbaum a. a. O. S. 6.

7) Staubs Kommentar zum HGB, Berlin-Leipzig 1926, 12. und 13. Aufl., Anm. 44 zu § 261.

8) „Die Goldmarkbilanz", Berlin 1924, herausgegeben im Auftrage der Industrie- und Handelskammer Berlin von R. Rosendorff.

9) Rosendorff a. a. O. S. 69.

Im Falle des Erwerbes der Aktien auf dem freien Markt hatte die Bewertung nach den gleichen Grundsätzen zu erfolgen, d. h. auch hierfür war § 261[1] HGB a. F. maßgebend.

Vor dem Inkrafttreten der erwähnten Notverordnung über Aktienrecht usw. enthielt das HGB keine Bestimmung über die gesonderte Aktivierung der eigenen Aktien. Oft wurden diese Aktien, die von allen anderen Aktien grundverschieden sind, in anderen Konten versteckt, etwa Effektenkonto, Konto Konsortialbeteiligungen oder gar Debitoren. Zum Zwecke der Darstellung der Vermögenslage einer Gesellschaft ist es unbedingt erforderlich, daß die eigenen Aktien in der Bilanz gesondert ausgewiesen werden, wie es der Gesetzgeber jetzt auch fordert.

Wenn wir im folgenden Buchungsvorgänge darstellen, wie sie sich beim Vorhandensein von Vorratsaktien ergeben, berücksichtigen wir die Abänderung unseres Aktienrechts durch die zitierte Notverordnung vom 19. Sept. 1931 nicht. Eine Umwandlung der c. b. in Aktien auf diesem Wege ist jetzt nicht mehr möglich. Trotzdem erscheint es dem Verfasser angebracht, die Buchungsvorgänge darzulegen, wie sie vor dem 1. Okt. 1931 vorgenommen werden mußten, wenn ein Umtausch gegen vorhandene Vorratsaktien erfolgte.

Nehmen wir an, nach unseren oben dargelegten Bewertungsgrundsätzen sei der Wert der Vorratsaktien mit 70 einzusetzen, es handele sich dabei um den Anschaffungspreis, während der Börsenpreis inzwischen auf 120 gestiegen sei. Das Umtauschverhältnis betrage 1 : 1. Demnach enthält das Konto „eigene Aktien" eine hohe stille Reserve, die bei Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre realisiert wird. Die Anleihe sei mit RM. 1 000 000.— angenommen, die Kosten des Umtausches (Provision an die Umtauschstelle usw.) betrügen RM. 30 000.—. Von den Obligationen werden nom. RM. 900 000.— zum Umtausch eingereicht. Bei den restlichen RM. 100 000.— erlischt das Umtauschrecht infolge Verstreichens der Frist. Sie bleiben als leere Schuldverschreibungen bestehen.

Zu Beginn der Umtauschfrist übertragen wir die c. b. von dem Konto „Wandelanleihe" auf das „Umtauschkonto"

1. Wandelanleihe an Umtauschkonto
   Umtauschanspruch der Obligationäre
   RM. 1 000 000.—

Da c. b. im Nominalbetrage von RM. 900 000.— zum Umtausch gegen eigene Aktien eingereicht werden, befreit sich die Gesellschaft von dieser Obligationenschuld. Für sie haben die eigenen Aktien einen gleichen Wert, da sie diese statt eines Barbetrages von RM. 900 000.— zur Anleiheablösung verwenden kann.

2. Umtauschkonto an eigene Aktien
   Umtausch von RM. 900 000.— c. b.
   RM. 900 000.—

Aufwand und Ertrag aus dieser Finanzierungstransaktion sammeln wir zunächst auf einem Konto „Finanzierungserfolg", dessen Saldo wir beim Abschluß auf das allgemeine Gewinn- und Verlustkonto übertragen.

3. Finanzierungserfolg an Kasse
Unkosten der Umtauschtransaktion
RM. 30 000.—

Am Ende des Geschäftsjahres sind noch für RM. 100 000.— eigene Aktien vorhanden, die zum Kurse von 70% (Niederstwertprinzip des § 261, 1 HGB a. F.) in die Bilanz eingesetzt werden.

4. Bilanz an eigene Aktien
Übernahme des Bestandes RM. 70 000.—

Der Saldo auf dem Konto „eigene Aktien" ist der Gewinn aus der Realisierung der stillen Reserve.

5. Eigene Aktien an Finanzierungserfolg
Übertrag des Saldos RM. 270 000.—

Der nicht eingetauschte Teil, der zu leeren Schuldverschreibungen geworden ist, wird auf ein Obligationenkonto übertragen.

6. Umtauschkonto an Obligationen
Übernahme des Bestandes der leeren Schuldverschreibungen
RM. 100 000.—

Von hier wird dieser Betrag in die Bilanz übertragen.

7. Obligationen an Bilanz
Übernahme des Bestandes RM. 100 000.—

Der Saldo auf dem Konto „Finanzierungserfolg" wird auf das allgemeine Gewinn- und Verlustkonto übertragen und zeigt den Gewinn aus der Umtausch- bezw. Finanzierungstransaktion.

8. Finanzierungserfolg an Gewinn und Verlust
Übertrag des Saldos
RM. 240.000.—

Damit sind sämtliche Konti ausgeglichen. In der Bilanz erscheinen auf dem Konto „eigene Aktien" ein Betrag von RM. 70 000.—, der zum Umtausch nicht verwendet, und auf dem Konto „Obligationen" ein Betrag von RM. 100 000.—, der zum Umtausch nicht eingereicht wurde. Unter der Voraussetzung, daß kein Umsatzgewinn erzielt worden ist, würden sich vor und nach dem Umtausch folgende Bilanzen gegenüberstehen (in 1000 RM.):

Bilanz vor dem Umtausch

diverse Aktiva	4 900.—	Aktienkapital	3 000.—
Kasse	100.—	Reserven	500.—
eig. Aktien	700.—	div. Passiva	1 200.—
		Wand.-Anleihe	1 000.—
	5 700.—		5 700.—

Bilanz nach dem Umtausch

diverse Aktiva	4 900.—	Aktienkapital	3 000.—
Kasse	70.—	Reserven	500.—
eig. Aktien	70.—	div. Passiva	1 200.—
		Obligationen	100.—
		Gewinn	240.—
	5 040.—		5 040.—

Beträge bei einer konvertiblen Anleihe im Betrage von RM. 1 000 000.—, das Umtauschverhältnis 2 : 1 und der Umtauschkurs 170, und ständen die eigenen Aktien zum Kurse von 130 zu Buch, so würden sich unter der Voraussetzung, daß ebenfalls RM. 900 000.— c. b. zum Umtausch eingereicht würden und die Umtauschkosten RM. 30 000.— betrügen, folgende Buchungen ergeben:

1. Wandelanleihe an Umtauschkonto
   Umtauschanspruch der Obligationäre
   RM. 1 000 000.—

2. Umtausch an Folgende
   an eigene Aktien
   Umtausch der c. b. gegen Aktien im Verhältnis 2 : 1
   RM. 765 000.—

   an Kasse
   Spitzenausgleich in bar
   RM. 135 000.—

   RM. 900 000.—

3. Finanzierungserfolg an Kasse
   Kosten der Umtauschtransaktion
   RM. 30 000.—

4. Bilanz an eigene Aktien
   Übernahme des Bestandes
   RM. 65 000.—

5. Eigene Aktien an Finanzierungserfolg
   Übertrag des Saldos RM. 180 000.—

6. Umtauschkonto an Obligationen
   Übernahme des Bestandes der leeren Obligationen
   RM. 100 000.—

7. Obligationen an Bilanz
   Übernahme des Bestandes
   RM. 100 000.—

8. Finanzierungserfolg an Gewinn und Verlust
   Übertrag des Saldos RM. 150 000.—

Unter der Voraussetzung, daß kein Umsatzgewinn erzielt worden ist, würden sich nach dem Umtausch folgende Bilanzen gegenüberstehen (in 1000 RM.):

Bilanz vor dem Umtausch

diverse Aktiva	4 800.—	Aktienkapital	3 000.—
Kasse	200.—	Reserven	500.—
eig. Aktien	650.—	div. Passiva	1 150.—
		Wand.-Anleihe	1 000.—
	5 650.—		5 650.—

Bilanz nach dem Umtausch

diverse Aktiva	4 880.—	Aktienkapital	3 000.—
Kasse	35.—	Reserven	500.—
eig. Aktien	65.—	div. Passiva	1 150.—
		Obligationen	100.—
		Gewinn	150.—
	4 900.—		4 900.—

Eine Bilanzierung in der oben dargelegten Weise würde den Grundsätzen deutscher Rechtsauffassung entsprochen haben. Vom betriebswirtschaftlichen Standpunkt war sie insofern nicht richtig, als schon in den Jahren vor Beginn der Umtauschfrist auf dem Konto „eigene Aktien" infolge Steigens der Aktienkurse Gewinn erzielt worden war, der als solcher nicht ausgewiesen wurde. „Man wird also auch alle Spekulationsgüter mit ihren Tagesbeschaffungswerten in die Bilanz einsetzen, aber die Differenz zwischen ihren Anschaffungswerten und den Tageswerten, die übrigens beide dem gleichen Markte entstammen, ist vor dem Verkauf unrealisierter Gewinn, der als solcher zu kennzeichnen ist. Im Falle der Spekulationsgeschäfte ist ein besonderes Wertänderungskonto für „spekulative Bestände" zu führen, will

man die Situation klar zum Ausdruck bringen. Diesem Konto könnte man auch die Zinsen für das Anfangskapital zur Last schreiben“[10]). Auch in unserem Falle entstand beim Umtausch der c. b. spekulativer Gewinn, denn eine Gesellschaft wird sich ihre zum Umtausch in c. b. notwendigen Vorratsaktien nur dann auf dem Wege einer der drei oben beschriebenen Transaktionen beschafft haben, wenn sie mit einem Steigen des Kurses der eigenen Aktien rechnete. Am richtigsten hätte man in unserem Falle wohl von einem „spekulativen Finanzierungsgewinn“ sprechen können. Die Wertsteigerung wäre bis zur Realisierung des Gewinns über ein Konto „spekulative Wertänderung“ zu buchen gewesen[11]). Wir haben bei unseren Überlegungen unveränderte Kaufkraft des Geldes vorausgesetzt und brauchen infolgedessen nicht, wie Schmidt[12]), zwischen Spekulation mit eigenem Kapital und Fremdkapital zu unterscheiden.

Es fragt sich nun, ob wir das Konto „spekulative Bestände, das wir für unseren Fall besser „spekulativer Bestand eigener Aktien“ benennen, für den Zinsverlust auf das Spekulationskapital belasten. Das ist dann nicht nötig, wenn die Dividende, die die Gesellschaft auf ihre Aktien ausschüttet, dem landesüblichen Zinsfuß entspricht. Denn dann müßte man logischer Weise das Konto für den gleichen Betrag erkennen und belasten. Divergieren jedoch diese beiden Beträge, so ist es zweckmäßig, das Konto „spekulative Bestände eigener Aktien“ erst für Zinsen auf das Anfangskapital zu belasten (spekulative Bestände eigener Aktien an Zinsen) und dann für den Dividendenbetrag, der nicht erhoben wird, zu erkennen (Dividende an spekulative Bestände eigener Aktien).

Bei dieser Art der Verbuchung würde der unrealisierte Gewinn von Jahr zu Jahr bis zum Umtausch auf dem Konto „spekulative Wertänderung“ ersichtlich sein. Nach Realisieurng, d. h. Umtausch, mußte eine entsprechende Übertragung auf das Konto „spekulativer Finanzierungserfolg“ vorgenommen werden.

Eine letzte Untersuchung gilt der Frage, ob auf dem Konto „spekulative Bestände eigener Aktien“ immer der Tageswert anzusetzen ist. Diese Frage ist nach des Verfassers Erachten nicht ohne weiteres zu bejahen. Der Höchstkurs ist der Umtauschkurs, den man allerdings als speziellen Tageswert bezeichnen kann. Bei Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre muß die Gesellschaft ihre Aktien immer zu diesem Kurse hergeben, gleichgültig, wie der Börsenkurs notiert. Es handelt sich um einen gebundenen Bestand eigener Aktien. Ein höherer als der Umtauschkurs kann nie erzielt werden. Würde ein über dem Umtauschkurs notierender Börsenkurs Grundlage der

10) Schmidt, F., „Die organische Tageswertbilanz“, 3. Aufl. Leipzig 1929, S. 226 f.
11) Schmidt F. a. a. O. S. 226 f.
12) Schmidt F. a. a. O. S. 55 f., 104 ff., 226 ff.

Bewertung sein, so würde ein Gewinn ausgewiesen, der niemals realisierbar ist.

Starke Bedenken muß man gegen die Ausführungen Koeppels tragen[13]). Bei sinkenden Kursen will er von Abschreibungen auf Vorratsaktien Abstand nehmen, wenn sie für besondere vertragliche Zwecke reserviert sind, „z. B. für die Einlösung von Convertible-Bonds". Man könnte sich wohl diesen Standpunkt zu eigen machen, wenn der Umtausch der c. b. in Aktien für die Inhaber der Schuldverschreibungen obligatorisch wäre. Aber gerade bei sinkenden Kursen der Aktien denkt kein Obligationär an den Umtausch. Dann bleibt die Gesellschaft auf ihren Vorratsaktien sitzen und wird für sie keine Verwendung haben. Jedenfalls wird sie sie schwerlich zu einem Kurse verwerten können, der den Börsenkurs übersteigt. Deshalb ist Koeppels Vorschlag abzulehnen.

Im übrigen wird Koeppels Vorschlag, soweit er die Bewertung der zum Umtausch gegen c. b. reservierten Vorratsaktien betrifft, von Richter[14]) geteilt. Seine Ausführungen sind mit denselben Argumenten zu widerlegen wie diejenigen Koeppels.

Diese Bewertungsvorschriften fallen nach Verstreichen der Umtauschfrist für den nicht im Umtausch hergebenen Teil der eigenen Aktien automatisch fort, da es dann einen Umtauschkurs nicht mehr gibt.

2. bei Neuschaffung von jungen Aktien im Zeitpunkte des Umtausches.

Da eine Gesellschaft nach dem heutigen Stand der Gesetzgebung nicht mehr über den zum Umtausch notwendigen Teil von Vorratsaktien verfügen kann, muß sie sich diese auf dem Wege einer Kapitalerhöhung beschaffen. Denselben Weg mußte sie vor dem 1. Oktober 1931 einschlagen, wenn sie nicht in dem Besitz von Vorratsaktien war. Die Erwerber der c. b. haben mit den Schuldverschreibungen ein Forderungsrecht gegen die emittierende Gesellschaft. Beim Umtausch kann diese Forderung aufgerechnet und als Sacheinlage auf das zu erhöhende Aktienkapital angesehen werden. „Daß eine Sacheinlage durch Aufrechnung möglich ist, ist unbestritten"[15]). Über die rechtlichen Folgen, die sich bei einer solchen Kapitalerhöhung ergeben, wird an späterer Stelle eingehender zu sprechen sein[16]).

Wir nehmen an, daß eine convertible Anleihe im Betrage von RM. 1 000 000.— im Verhältnis 1 : 1 zum Kurse von 130% umgetauscht

13) Koeppel W., „Eine Bilanzfrage", i. B. A. XXV, S. 190 f., 317 f.
14) Richter H. „Eine Bilanzfrage" B. A. XXV, S. 316 f.
15) Walther G. v., „Convertible Bonds im amerikanischen Recht und ihre Einführung in Deutschland" Diss. Göttingen 1927, S. 30.
16) vergl. Kap. IX, 1 dieser Abhandlung.

werden könne. Der Spitzenausgleich habe seitens der Obligationäre in bar zu erfolgen. Die Kosten des Umtausches mögen sich auf RM. 30 000.— belaufen, die Gesellschaftssteuer ist mit RM. 11 700.— einzusetzen. Das Aktienkapital wird um RM. 1 000 000.— erhöht, die Aufrechnung der Forderung der Obligationäre wird als Sacheinlage betrachtet. 90% der Obligationäre machen von ihrem Umtauschrecht Gebrauch, den Rest der Aktien übernimmt eine Bank zum festen Kurse von 120%. Welche Buchungen sind erforderlich?

1. Konto der Aktionäre an Aktienkapital. Erhöhung des Aktienkapitals zum Zwecke des Umtausches RM. 1 000 000.—
2. Wandelanleihe an Umtauschkonto
   Umtauschanspruch der Obligationäre RM. 1 000 000.—
3. Folgende an Konto der Aktionäre
   Umtauschkonto
   Umtausch der c. b. gegen Aktien
   RM. 900 000.—
   Bank
   Übernahme des Aktien-Restbestandes
   RM. 100 000.—
   RM. 1 000 000.—
4. Folgende an Agio
   Kasse
   Zuzahlung der Obligationäre bei Umtausch
   RM. 270 000.—
   Bank
   Gutschrift des Agios
   RM. 20 000.—
   RM. 290 000.—
5. Agio an Kasse
   Unkosten beim Umtausch RM. 30 000.—
   Gesellschaftssteuer RM. 11 700.—
   RM. 41 700.—
6. Agio an gesetzliche Reserve
   Übertrag des Restes RM. 248 300.—
7. Umtauschkonto an Obligationen
   Übernahme des Bestandes RM. 100 000.—
8. Obligationen an Bilanz
   Übernahme des Bestandes RM. 100 000.—

Nach Durchführung dieser Buchungen erscheint in der Bilanz das Aktienkapital um RM. 1 000 000.— erhöht, während das Konto Wandelsanleihe verschwunden ist. Der gesetzlichen Reserve ist das erzielte Agio nach Abzug der mit dem Umtausch verbundenen Unkosten in Höhe von RM. 248.300.— zugeführt worden. Die Gesellschaftssteuer

auf die von der Bank übernommenen Aktien ist von dieser selbst zu tragen[17]).

Die Bilanzen vor und nach dem Umtausch haben folgendes Aussehen:

Bilanz vor dem Umtausch

Diverse Aktiva	9 500 000.—	Aktienkapital	5 000 000.—
Bank	450 000.—	Reserven	1 000 000.—
Kasse	50 000.—	diverse Passiva	3 000 000.—
		Wandelanleihe	1 000 000.—
	10 000 000.—		10 000 000.—

Bilanz nach dem Umtausch

Diverse Aktiva	9 500 000.—	Aktienkapital	6 000 000.—
Bank	570 000.—	Reserven	1 248 300.—
Kasse	278 300.—	diverse Passiva	3 000 000.—
		Obligationen	100 000.—
	10 348 300.—		10 348 300.—

V. *Convertible Bonds und Steuer.*

1. Versteuerung bei der Unternehmung.

a) Das Kapitalverkehrssteuergesetz.

aa) Wertpapiersteuer bei Ausgabe der Convertible Bonds.

Gemäß § 25, 1 a des Kapitalverkehrssteuergesetzes (KVStG) vom 8. April 1922 (RGBl I, S. 354) unterliegen der Wertpapiersteuer u. a. verzinsliche Schuldverschreibungen inländischer und ausländischer Schuldner, falls sie auf den Inhaber lauten oder durch Indossament übertragbar sind. Unter diese Kategorie von Schuldverschreibungen fallen auch die c. b. Voraussetzung ist nach dem Wortlaut des Gegesetzes nur, daß sie verzinslich sind und entweder auf den Inhaber lauten oder die Übertragung durch Indossament erfolgen kann. Bei der Verzinslichkeit genügt es, daß diese objektiv ist; nicht ist es etwa notwendig, daß die Zinsen de facto gezahlt werden[1]). Es genügt schon die Beifügung von Zinsscheinbogen[2]).

Die Schuldverschreibungen der industriellen Unternehmungen werden in der Regel nicht auf den Inhaber ausgestellt, da für diese Form

17) vergl. hierüber Kap. V dieser Abhandlung.

1) Weinbach K. „Das Kapitalverkehrssteuergesetz" 3. Aufl. Berlin 1928, Anm. 5 zu § 25.

2) Keßler B. „Kommentar zum Kapitalverkehrssteuergesetz" 2. Aufl. Berlin-Mannheim-Leipzig 1927, Anm. 6 zu § 25.

der Obligationen staatliche Genehmigung erforderlich ist. Vielmehr wählt man im allgemeinen die Form der durch Indossament übertragbaren Schuldverschreibungen. Diese werden auf den Namen einer Bank ausgestellt, die sie dann mit ihrem Blankoindossament versieht[3]). Im wirtschafltichen Verkehr spielen natürlich diese mit Blankoindossament versehenen Schuldverschreibungen dieselbe Rolle wie die Inhaberpapiere.

Steuerobjekt ist nun nicht etwa das Wertpapier als solches, sondern das Geschäft, durch das der Aussteller es zum ersten Male in den Verkehr bringt. Aus diesem Grunde entsteht die Steuerschuld nach § 27, 1 KVStG im Augenblick der erstmaligen Ausgabe, Veräußerung oder Verpfändung. Unter Ausgabe wird diejenige Tätigkeit des Ausstellers verstanden, die dem ersten Erwerber das Eigentum an der Schuldverschreibung verschafft[4]).

Bis zum 1. Dezember 1930 betrug der Steuersatz gemäß § 29, 1 KVStG für je RM. 10.— oder einen Bruchteil dieses Betrages bei Schuldverschreibungen der privaten Betriebe RM. —,20, d. h. also 2%. Dieser Satz wurde ermäßigt auf RM. —,10 für je RM. 10.— Schuldverschreibungsbetrag durch die auf Grund des Art. 48, 2 RV erlassene Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 1. Dezember 1930 (RGBl I, S. 311).

Die Steuer wird nach § 28, 1 KVStG bei Schuldverschreibungen nach dem Nennbetrage berechnet. Ein etwaiges Agio oder Disagio findet bei der Berechnung der Steuersumme keine Berücksichtigung, da § 28, 2 KVStG nur ausländische Aktien und Schuldverschreibungen treffen will[5]).

Gibt also eine Gesellschaft eine convertible Anleihe im Betrage von nom. RM. 12 000 000.— zum Kurse von 95% aus, die die Voraussetzungen der Verzinslichkeit und Übertragbarkeit durch Indossament erfüllt, so ist eine Wertpapiersteuer in Höhe von RM. 120 000.— zu entrichten.

bb) Gesellschaftssteuer bei Umwandlung der Convertible Bonds.

§ 6 a KVStG besagt, daß der Gesellschaftssteuer „unterliegen Zahlungen und Leistungen, die zum Erwerb von Gesellschaftsrechten einer inländischen Gesellschaft durch den ersten Erwerber erforderlich sind". Wenn also eine Gesellschaft zum Zwecke des Umtausches Aktien auf dem freien Markte erwirbt, so entsteht bei dem Umtausch eine neue Steuerschuld nicht. Die Gesellschaftssteuer ist bereits seinerzeit bei der Ausgabe dieser Aktien entrichtet worden, als die Zahlung

3) Weinbach a. a. O. Anm. 7 zu § 25.
4) Weinbach a. a. O. Anm. 3 a zu § 25; Keßler a. a. O. Anm. 5 zu § 27.
5) Weinberg a. a. O. Anm. 4 zu § 28.
6) Keßler a. a. O. Anm. 4 zu § 28.

zum Erwerb der Gesellschaftsrechte von dem ersten Erwerber geleistet wurde[7]).

Schwierig wird die Frage in den Fällen, in denen die für den Umtausch bestimmten und geschaffenen Aktien einem Konsortium übergeben wurden. Ist dieses Konsortium erster Erwerber im Sinne des § 6 a KVStG? Unterliegt die zum Erwerb der Gesellschaftsrechte erforderliche Leistung der Gesellschaftssteuer? Das ist nicht der Fall. Wenn die Gesellschaft sich das Verfügungsrecht über die Aktien vorbehält, einen Gewinn auf sie bis zur Weiterveräußerung nicht ausschüttet oder sich gar zur Rückerstattung des Zeichnungspreises verpflichtet, so wird das Konsortium nicht als erster Erwerber angesehen[8]). In demselben Sinne hat bereits der Reichsfinanzhof entschieden[9]).

Die Kapitalverkehrssteuerpflicht entsteht also erst in dem Augenblick, in dem die Vorratsaktien in den Verkehr, d. h. an Dritte veräußert werden[10]). In unserem Falle ist das der Augenblick des Umtausches gegen c. b.

Es fragt sich nun zunächst, ob bei Vornahme des Umtausches § 6a, b oder d KVStG Anwendung zu finden hat. Abschnitt a unterwirft denjenigen Betrag der Versteuerung, der für Zahlungen und Leistungen, die zum Erwerb von Aktien erforderlich sind, aufgewandt wird. Abschnitt b behandelt freiwillige Zahlungen und Leistungen, insbesondere die Entgegennahme von Aktien der Gesellschaft zu einem Wert, der die Gegenleistung übersteigt. Abschnitt d bestimmt, daß „der Erwerb von Gesellschaftsrechten durch den ersten Erwerber in den Fällen, in denen eine Zahlung oder Leistung im Sinne der Vorschrift zu a zum Erwerb der Gesellschaftsrechte nicht erforderlich ist", der Versteuerung unterliegt. Von vorneherein dürfte Absatz d für unsere Betrachtung fortfallen, weil „dieser Tatbestand nur Anwendung findet, wenn keine Zahlungen oder Leistungen erfolgen"[11]). Auch Absatz b kommt nicht in Betracht, denn er findet in solchen Fällen Anwendung, in denen Aktien oder sonstige Effekten einer Gesellschaft von Aktionären gegen Gewährung eines Aequivalentes, das meist in Geld besteht, übernommen werden und diese Gegenleistung höher ist als der Wert des Effektes. So bleibt nach allgemeiner Ansicht, der sich auch der Verfasser anschließt, nur der Absatz a zu § 6 übrig[12]).

7) Mirre, „Steuerfragen bei Wandelanleihen" i. Mitteilungen der Steuerstelle des Reichsverbandes der Deutschen Industrie 12. Jhrg. 1929, S. 372 ff.

8) Keßler a. a. O., Anm. 7 zu § 6.

9) Urt. v. 14. 1. 27, RStBl. S. 178, Urt. v. 14. 12. 23 Smlg. Bd. 13, 113.

10) Wietfeld, „Die zivil- und steuerrechtliche Bedeutung der Wandelanleihe (Convertible Bonds)" in „Deutsche Steuerzeitung" XVII. Jahrg. 1928 S. 1072 ff.

11) Koeppel W., „Gesellschaftssteuer bei Convertiblen Bonds" im B. A. XXVI, S. 395 f.

12) Wietfeld, „Wandelanleihe und Kapitalverkehrssteuer" in Mitteilungen der Steuerstelle des Reichsverbandes der Deutschen Industrie 12. Jahrg. 1929, S. 425; Weinbach a. a. O. Anm. 33 zu § 6.

Die größte Schwierigkeit bei Vornahme des Umtausches bereitet jedoch § 11 KVStG, der die Grundsätze für die Bewertung des Steuerobjektes aufstellt. Es hat lange Zeit Streit darüber bestanden, in welcher Höhe die Bewertung vorzunehmen sei, ob

1. der ursprünglich auf die c. b. eingezahlte Betrag oder
2. der Nennbetrag der c. b. oder
3. der Kurswert der Aktien im Zeitpunkt des Umtausches

maßgebend sei.

Koeppel[13]) und Wietfeld[14]) vertreten die Ansicht, daß der Nennbetrag der c. b. bei der Berechnung der Höhe der Steuersumme zu Grunde zu legen sei. Der erstere stützt seine Meinung auf § 11, 2 zu a, Wietfeld auf § 11, 2 zu b KVStG. Koeppel nimmt bei der Hingabe der Obligationen Geldzahlung an. Er sagt, wirtschaftlich gesehen müsse jede Form des Erwerbes der Aktien als Geldzahlung gelten. Ob der Erwerb in barem Gelde, durch Gutschrift, durch Wechsel, Scheck oder dergl. erfolge oder durch Schulderlaß, also durch Kompensation, sei ohne Bedeutung. Da in dem c. b. die Verpflichtung zur Zahlung einer bestimmten Summe verbrieft sei, haben sie für die Bilanz der Gesellschaft denjenigen Wert, über deren Betrag die Verpflichtung laute. Bei Vornahme des Umtausches befreie sich jedoch die Gesellschaft von dieser Verpflichtung. Es trete also ein Schulderlaß in dieser Höhe ein.

Dieser Ansicht tritt Wietfeld entgegen. Nach ihm ist der Begriff Geldzahlung im Sinne des § 11, 2 zu a wörtlich zu nehmen. Deshalb müsse § 11, 2 zu b zu Grunde gelegt werden. Hiernach gilt als Wert der Leistung mindestens der Wert der Gesellschaftsrechte, die das Entgelt für die Leistung bilden. Nach dem Wortlaut des Gesetzes müsse dann also der Kurs der Aktien Bemessungsgrundlage sein. Da das aber für die Gesellschaft eine Härte bedeuten würde und das Gesetz auch nur die Kapitalanlage treffen wolle, müsse der Wert, den die Befreiung für die Gesellschaft hat, zu Grunde gelegt werden, also der Nennwert der Schuldverschreibungssumme.

Auf einen anderen Standpunkt stellt sich Mirre[15]). Für ihn ist es ohne jeden Zweifel, daß § 11, 2 zu b nicht anwendbar ist. Er legt den ursprünglich auf die c. b. eingezahlten Betrag für die Steuerbemessung zu Grunde und argumentiert damit, daß die Aktien mit barem Gelde erworben seien, „nur sei das Geld schon lange vorher bezahlt und könne der Zahler bezw. sein Rechtsnachfolger auf den Erwerb der Aktien verzichten". Zu keinem festen Ergebnis kommt Weinbach[16]); teils gibt er Koeppel Recht, meint dann aber schließlich, es erscheint auch „nicht unbillig, wenn der Steuerberechnung auch der Wert der Aktien zu Grunde gelegt wird".

---

13) Koeppel a. a. O. S. 396.
14) Wietfeld i. D.St.Ztg. S. 1075 f.
15) Mirre a. a. O. S. 374.
16) Weinbach a. a. O. Bem. 3 f zu § 11.

Schließlich mußte sich über diese Frage der Reichsfinanzhof äußern[17]), der von den Rheinischen Stahlwerken nach Verstreichen der Umtauschfrist, die lt. Generalversammlungsbeschluß auf ein Jahr vorverlegt wurde, angerufen wurde. Das Finanzamt hatte die Besteuerung nach dem Kurswert der Aktien vorgenommen, indem es den § 11, 2 zu b zu Grunde legte[18]). Das Finanzgericht hatte dann die Steuer nach dem Nennwert der eingelösten c. b. festgesetzt. Es behauptete, es handele sich dabei um eine sog. facultas alternativa (vgl. Staudinger, BGB Komentar, Bd. II, Teil I, S. 190, Vorbem. I 4 zu §§ 262—265), bei der das Wahlrecht nicht in obligatione, sondern in solutione sei. Mit der Wahl des Umtausches erlösche für die Gesellschaft die Verpflichtung zur Zahlung der Obligationssumme. § 11, 2 zu a finde aus diesem Grunde keine Anwendung. Die Befreiung sei vielmehr eine nicht in Geld bestehende Leistung gemäß § 11, 2 zu b. Trotzdem könne aber nicht der Kurswert der Aktien zu Grunde gelegt werden, weil das Gesetz nur die Kapitalanlage treffen wolle. Es käme der Wert in Frage, den die Befreiung der Geselschaft von der Verpflichtung zur baren Einlösung der Schuldverschreibungen gehabt habe, und das sei der Nennwert der Schuldverschreibungen gewesen[16]).

Dieser Ansicht hat sich der Reichsfinanzhof in dem eben zitierten Urteil nicht angeschlossen. Er stellt sich auf den Standpunkt, daß eine Gesellschaft, die mit Hilfe von c. b. Kapital aufnimmt, „von vorneherein die Absicht hat, dieses Kapital gesellschaftsmäßig zu binden, aus wirtschaftlichen Gründen das Kapital aber zunächst als Gläubigerdarlehen hereinnimmt und es dem Gläubiger überläßt, ob er zu gegebener Zeit sein Gläubigerrecht in ein Gesellschaftsrecht umwandeln lassen will." Durch die Gewährung der Geldleistung habe der Gläubiger bereits ein festes Recht auf den Erwerb junger Aktien erlangt, das er an andere weiter übertragen könne, ohne daß dadurch an der Sache etwas geändert werde. Aus diesem Grunde sei der Standpunkt des Finanzgerichts nicht zu billigen, das als Gegenleistung für die Gewährung junger Aktien die Befreiung von der Verpflichtung zur Leistung der Schuldverschreibungssumme ansehe. Die zum Erwerb der Aktien notwendige Leistung sei die frühere Gewährung eines Darlehens, und damit sei die Entstehung der Steuerschuld von einer Geldzahlung abhängig. Mithin finde § 11, 2 zu a Anwendung. Dieses Ergebnis könne auch besonders deshalb befriedigen, weil die Gesellschaftssteuer die Kapitalinvestition treffen wolle, und als Kapital sei der Gesellschaft nur zugeflossen, was auf die c. b. bezahlt worden sei.

Mit der Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 1. Dezember 1930 ist der Steuersatz auf 2%

17) Amtl. Sammlg. Bd. 25, S. 264 ff., Urt. v. 5. Juli 1929.
18) Wietfeld (RdI) a. a. O. S. 425.
19) Wietfeld (RdI), a. a. O. S. 425.

ermäßigt worden, bis dahin betrug er 4%. Nehmen wir, wie im vorigen Abschnitt, an, sämtliche c. b. einer Gesellschaft im Betrage von RM. 1 200 000.—, die zum Kurse von 95% emittiert und im Verhältnis 12 : 10 gegen Aktien umtauschbar seien, würden zum Umtausche eingereicht, so betrüge die Steuer für nom. RM. 1 000 000.— Aktien 2% von dem ursprünglich eingezahlten Betrage, nämlich RM. 11 400 000.— (RM. 12 000 000.— · 95%), = RM. 228 000.—. Von diesem Betrage können jedoch noch die Kosten der Kapitalerhöhung, auch wenn diese im Agio verdeckt übernommen worden sind, gekürzt werden[20]). Voraussetzung ist jedoch immer, daß nach Absicht der Beteiligten nur ein um die Kosten verminderter Betrag zur Bildung oder Verstärkung des Geschäftskapitals bestimmt ist. Bei Überpari-Emissionen liegt allerdings die Annahme nahe, daß die Gesellschaft infolge der wirtschaftlichen Stärke ihrer Stellung auf die Abnehmer ihrer Aktien oder sonstigen Anteile auch die Kosten der Ausgabe abbürden wolle[21]). Die Börseneinführungskosten sind im allgemeinen nicht abzugsfähig und von der Gesellschaft zu tragen[22]), anders nur bei besonderer Vereinbarung mit den ersten Erwerbern[23]).

Nehmen wir die Kosten mit RM. 300 000.— an, so ist die Steuer zu erheben von RM. 11 400 000.— (tatsächlich gezahlter Betrag) — RM. 300 000.— = RM. 11 100 000.—

Da die Steuer nur von dem Betrage zu zahlen ist, der nach Abzug der Gesellschaftssteuer verbleibt[24]), so muß die Steuerberechnung auf Hundert erfolgen. Die Steuer beträgt demnach

$$\frac{11\,100\,000 \cdot 2}{102} = 217\,646.—$$

Es mag noch wiederholt werden, daß die Kosten nur von dem Agio in Abzug gebracht werden können. In allen Fällen ist mindestens der Nennbetrag der ausgegebenen Aktien zu versteuern[25]).

cc) Anrechnung der gezahlten Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer.

Der Gedanke, der dem § 6 KVStG zu Grunde liegt, ist der, daß nur diejenigen Geschäfte einer Besteuerung unterworfen werden sollen, durch die das Vermögen der Gesellschaft vermehrt wird. Es muß ein wirklicher Kapitalumsatz vorliegen[26]). Bei einer Kapitalbeschaffung mit Hilfe von c. b. findet aber nur e i n e Kapitalübertragung statt,

20) Weinbach a. a. O. Anm. 3 h zu § 11; Keßler a. a. O. Anm. 15 zu § 11.
21) RFH Urteil v. 21. 8. 1929, Smlg. Bd. 25, 289.
22) RStBl. 30, 369.
23) RFH Urteil Smlg. Bd. 13, 236.
24) Weinbach a. a. O. Anm. 3 h zu § 11; Keßler a. a. O. Anm. 15 zu § 11.
25) RFH Urteil Smlg. Bd. 17, 175.
26) Keßler a. a. O. Anm. 2 zu § 6; Weinbach a. a. O. Anm. 8 zu § 6.

trotzdem Ausgabe von c. b. und deren Umtausch in Aktien zwei verschiedene Rechtsgeschäfte bilden. Das Gesetz enthielt lange Zeit keine Bestimmung darüber, daß die auf die c. b. entrichtete Wertpapiersteuer insoweit, als sie auf die zum Umtausch verwandten Obligationen entfällt, auf die Gesellschaftssteuer der jungen Aktien der Steuerpflichtigen angerechnet wird. Eine solche Bestimmung mußte aber vom Standpunkt der Wirtschaft auf das dringendste gefordert werden. Hachenburg[27]) und Koeppel[28]) haben schon vor vielen Jahren ein solches Postulat aufgestellt.

Im Jahre 1925 lag im 6. Ausschuß (Steuerfragen) des Reichstages über den Entwurf eines Gesetzes zur Änderung der Verkehrssteuern und des Verfahrens ebenfalls ein dahingehender Antrag vor. Diese äußerst interessanten Reichstagsdrucksachen[29]) sollen, soweit sie diese Frage betreffen, hier wörtlich wiedergegeben werden. Sie berichten folgendes:

„Zu § 1 lag der Antrag Nr. 455 vor:

In Artikel I § 1 wird vor Nr. 1 folgende Nr. a 1 eingefügt:

a) 1. § 6 des Kapitalverkehrssteuergesetzes erhält folgenden Absatz 2:

Hat eine Kapitalbeschaffung durch Ausgabe von der Wertpapiersteuer unterliegenden Schuldverschreibungen stattgefunden und ist die Steuer hierfür entrichtet, so ist, wenn derartige Wertpapiere in Anteile an Kapitalgesellschaften (Aktien, Gesellschaftsanteile an Gesellschaften mit beschränkter Haftung usw.) umgewandelt werden, derart, daß dadurch die Steuerpflicht des § 6 entsteht, die nach den Bestimmungen des II. Teiles des Kapitalverkehrssteuergesetzes entrichtete Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer in Anrechnung zu bringen. —

Hierzu führte ein Mitglied der Deutschen Demokratischen Partei aus, die Ausgabe von Wandelanleihen (sog. convertible bonds) entspräche einem Bedürfnis der beteiligten Kreise. Nach dem gegenwärtigen Stande der Gesetzgebung müsse bei der Ausgabe die Wertpapiersteuer entrichtet werden. Bei einer etwaigen Umwandlung in Aktien werde die Gesellschaftssteuer fällig. Eine solche doppelte Besteuerung eines wirtschaftlichen Vorganges sei untragbar, zumal durch die Umwandlung in Aktien der Gesellschaft neues Kapital ja in Wirklichkeit nicht zufließe. Es empfehle sich daher, die Doppelbesteuerung durch Anrechnung der Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer zu beseitigen. Für den Fall der Ablehnung des Antrages bedürfe es zum mindesten einer Erklärung der Regierung, daß sie bei der Umwandlung von Aktien in Schuldverschreibungen zur Vermeidung einer Doppelbelastung die entrichtete Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer auf Grund des § 108 der Reichsabgabenordnung anrechnen werde.

Ein sozialdemokratisches Ausschußmitglied widersprach dem Antrage.

Ein Vertreter des Zentrums sprach sich gleichfalls gegen die Annahme des Antrages aus. Es empfehle sich nicht, die Frage schon jetzt grundsätzlich zu regeln, solange nicht klar sei, ob die convertible Bonds eine für die deutsche Wirtschaft brauchbare Form der Kapitalbeschaffung darstellen. Man

---

27) Hachenburg auf dem 33. Deutschen Juristentag in Heidelberg, niedergelegt in den „Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages (Heidelberg)" Berlin-Mannheim-Leipzig 1925 S. 121.

28) Koeppel a. a. O. S. 396.

29) Reichstagsdrucksachen Nr. 1238 v. 1924/25 (Bericht des 6. Ausschusses [Steuerfragen]).

müsse zwei Fälle unterscheiden: würden derartige Bonds bei gutem Kursstande der Aktien ausgegeben, so werde von den Inhabern der Bonds eine Umwandlung in Aktien begehrt werden. Trete eine Verschlechterung in der Lage der Gesellschaft ein, so seien die früheren Inhaber der Bonds, die ihre Schuldverschreibungen in Aktien umgewandelt hätten, benachteiligt, da die Bonds im Falle der Liquidation vor den Aktien bevorzugt seien. Andererseits werde die Umwandlung von Bonds in Aktien dann als wirtschaftlich berechtigt anzuerkennen sein, wenn eine Gesellschaft, die neues Kapital aufnehmen müsse und dies nur im Wege der Kapitalerhöhung durch Ausgabe von Aktien durchführen könne, durch die Bonds in ihrer Bewegungsfreiheit gehemmt werden. Es dürfte sich daher empfehlen, mit einer gesetzlichen Regelung noch zu warten und im einzelnen Fall Härten im Billigkeitswege auszugleichen.

Ministerialdirigent Dr. Dorn erklärte:

Es handele sich hier um einen Versuch, auf neuem Wege Kapital zu beschaffen. Der Weg sei auf dem deutschen Kapitalmarkte früher nicht üblich gewesen, im amerikanischen Wirtschaftsleben sei er geläufig. In Wirtschaft und Wissenschaft werde noch geprüft, ob die Umtauschanleihe im Ergebnis die erhoffte Erleichterung der Kreditlast und der Kreditabbürdung bedeute. Man könne zur Zeit jedenfalls noch kein abschließendes Urteil fällen. Es gehe nicht an, einen so umstrittenen Tatbestand steuerlich zu privilegieren. Sei die Frage der Zulassung von Umtauschanleihen einmal vom Standpunkte des Rechts aus entschieden, so werde auch die angemessene Besteuerung zu finden sein. Zur Zeit bleibe nur die Möglichkeit, soweit nach der wirtschaftlichen Eigenart des Falles Härten vorhanden seien, gemäß § 108 der Abgabenordnung zu verfahren.

Der Antrag Nr. 455 wurde abgelehnt."

Es hat fünf Jahre gedauert. bis eine dahingehende Bestimmung endlich im Kapitalverkehrssteuergesetz Aufnahme fand. Die Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 1. Dezember 1930 enthält im 4. Teil, Kap. II, Art. I unter 4 folgende Bestimmung:

„Hinter § 14 wird folgende Neuvorschrift als § 15 eingefügt:

§ 15. Soweit Schuldverschreibungen (§ 25, Abs. 1 zu a) auf Grund eines bereits bei ihrer Ausgabe eingeräumten Wahlrechts in Aktien umgewandelt werden, wird die für die Schuldverschreibungen entrichtete Wertpapiersteuer auf die Gesellschaftssteuer angerechnet." —

In unserem obigen Beispiel müßte demnach bei Vornahme des Umtausches sämtlicher c. b. in Aktien folgende Steuersumme abgeführt werden:

Gesellschaftssteuer	RM. 217 647.—
— bei Ausgabe der c. b. gezahlte Wertpapiersteuer	RM. 120 000.—
	RM. 97 647.—

Bis zum Erlaß der erwähnten Verordnung war eine Anrechnung im Einzelfalle nur auf Grund des § 108 RAO a. F. möglich (sog. „Härteparagraph").

b) Körperschafts- und Gewerberahmengesetz.

Von den c. b. der I.G. hat man behauptet, sie seien nur aus dem Grunde ausgegeben werden, damit gegenüber einer Ausgabe von Aktien Einsparungen an Körperschaftssteuern und ev. auch Gewerbesteuern erzielt werden können[30]). Tatsächlich laufen die für die c. b. zu zahlenden Zinsen über das Verlust- und Gewinnkonto, d. h. der Jahresertrag wird durch die Obligationszinsen um den hierfür gezahlten Betrag gekürzt. Da die Körperschaftssteuer gemäß § 21 Körp.Ges. 20% des Einkommens (Gewinns) beträgt, ist die Steuereinsparung gegenüber Aktien nicht gering.

Dagegen können durch eine Ausgabe von c. b. bis zu deren Umtausch Einsparungen an Gewerbesteuern nicht erzielt werden. Die Reineinkünfte aus Gewerbebetrieb, die nach § 10, 2 des Gewerbesteuerrahmengesetzes (RGBl. I, 517) mit dem nach den Vorschriften des Einkommen- und Körperschaftssteuergesetzes ermittelten Gewinn identisch sind, müssen nach § 10, 1 desselben Gesetzes noch modifiziert werden. Nach § 11 Abs. 1, 1 sind ihnen u. a. die Zinsen für die nicht aus laufenden Verbindlichkeiten bestehenden Schulden hinzuzurechnen. „Laufend sind solche Schulden, die sich aus dem laufenden Geschäftsbetriebe ergeben und die aus den laufenden Betriebseinnahmen zu decken sind und auch gedeckt zu werden pflegen“[31]).

Wir kommen zu dem Ergebnis, daß bei einer convertiblen Anleihe bis zur Vornahme des Umtausches erhebliche Einsparungen an Körperschaftssteuer gegenüber Aktien erzielt werden können, daß das Gewerbesteuerrahmengesetz irgenwelche steuerlichen Vorteile jedoch nicht bietet.

2. Versteuerung bei dem Inhaber.

Gemäß § 83 EStG waren auf die Zinsen aus Anleihen, auf die Teilschuldverschreibungen ausgegeben worden sind, 10% Kapitalertragssteuer durch Einbehaltung bei dem Schuldner zu zahlen. Diese Bestimmung ist jedoch für Zinsen auf festverzinsliche Wertpapiere, die nach dem 1. Jan. 1931 fällig wurden, lt. Verordnung (RGBl. Teil I Nr. 42) fallen gelassen worden. Daß unter diese Kategorie von Wertpapieren auch die c. b. fallen, unterliegt keinem Zweifel.

Für Dividenden muß jedoch auch jetzt noch Kapitalertragssteuer gezahlt werden. So erscheint es, als ob nach Vornahme des Umtausches der neue Aktionär (frühere Inhaber de c. b.) eine geringere Netto-Verzinsung seines Anlagepapiers erhält als der Obligationär, sofern Dividende = Zins. Die Verzinsung der beiden Wertpapierarten kann nur dann gegenübergestellt bezw. verglichen werden, wenn bei den Aktien der Steuerabzug vom Kapitalertrag berücksichtigt wird. Unter An-

30) Der Deutsche Volkswirt, 2. Jhrg. Nr. 14 v. 6. Jan. 1928, S. 414.
31) Blümich-Hoffmann, „Reichssteuergesetze“, Berlin 1931, S. 223.

nahme einer Verzinsung der c. b. von 8% und einer Dividende auf die Aktien von 9% würden die Nettoerträge der beiden Effektenarten mit 8% und 8,1% angenommen werden müssen. Dieser Vergleich erscheint auf den ersten Blick als richtig. Aber gemäß § 82 EStG braucht ein Steuerpflichtiger die Einkünfte aus Kapitalertrag, die dem Steuerabzug nach § 83 unterlegen haben, nicht zu veranlagen, wenn das gesamte Einkommen RM. 8 000.— nicht übersteigt. Oder im Falle eines höheren Einkommens muß er zwar diese Einkünfte veranlagen, erhält aber die Beträge, die dem Steuerabzug nach § 83 unterlegen haben, nach § 102 EStG auf die festgesetzte Steuerschuld angerechnet. So besteht sein Nachteil nur darin, daß er die Steuer auf Dividendenpapiere nur kurze Zeit eher entrichten muß, als sie sonst fällig sein würde. Dadurch entsteht ihm ein geringer Zinsverlust. Einen tatsächlichen Nachteil erleiden nur Ausländer; sie erhalten bei Dividendenpapieren einen um 10% gekürzten Ertrag, während sie bei festverzinslichen Papieren den vollen Bruttoertrag beziehen.

Auch ein Steuerpflichtiger, der das Existenzminimum nicht erreicht, erleidet durch den Abzug vom Kapitalertrag keinen Schaden, denn nach § 94 EStG werden ihm die einbehaltenen Steuerbeträge erstattet. Voraussetzung hierfür ist allerdings, daß diese RM. 5.— vierteljährlich übersteigen. Nach § 21 der Ausführungsbestimmungen über den Steuerabzug vom Kapitalertrag vom 8. Mai 1926 (R.-Min.-Bl. S. 479) hat der Erstattungsberechtigte „den Antrag binnen drei Monaten nach Ablauf des Steuerabschnittes für diesen Steuerabschnitt einzureichen". So erleidet er also auch nur einen geringen Schaden infolge des Zinsverlustes auf die einbehaltene Steuer bis zur Erstattung. Gemäß § 23 Ausf.Best. ist der Nachweis zu führen, daß der Steuerabzug auch wirklich einbehalten worden ist. Hierfür genügt aber schon nach § 24, 1 Ausf.Best. die Benachrichtigung einer Bank oder Sparkasse an den Inhaber über die Gutschrift der Dividende.

VI. *Liquiditätsproblem bei Convertible Bonds.*

Je höher die Verpflichtungen einer Unternehmung im Verhältnis zu den vorhandenen Deckungsmitteln sind, desto mehr muß die Unternehmung ihr Augenmerk auf eine entsprechende Zahlungsbereitschaft lenken. Bezüglich der Rückzahlung des Fremdkapitals hat sie bestimmte Fristen einzuhalten, und am Tage der Fälligkeit muß sie eine genügende Deckung ihrer Verpflichtungen nachweisen können[1]).

Bei einer gewöhnlichen Anleihe ist sich die Unternehmung über die Zeit der Rückzahlung schon meist bei deren Ausgabe im klaren. In den Anleihebedingungen werden Art und Zeit der Amortisation festgelegt. Eine einmalige Tilgung kommt nur selten vor. Der Bedarf an

1) Schweitzer A., Art. „Liquidität" im H. d. B. Bd. 3 Sp. 1180 ff.

flüssigen Mitteln in einer solchen Höhe an einem Zeitpunkt könnte die Unternehmung zu stark belasten. Zwar behält sich die Gesellschaft in den meisten Fällen das Recht auf Kündigung vor, um in Zeiten sinkenden Zinsfußes keine Verluste durch falsche Kapitaldisposition zu erleiden. Die Kündigung wird jedoch die Liquidität der Unternehmung kaum beeinflussen, da sie in diesem Falle eine neue Anleihe mit niedrigerem Zinsfuß zur Ablösung der alten aufnehmen würde. Eine Konvertierung mit Zustimmung der Obligationäre würde dieselbe Wirkung haben. Infolgedessen ist es der Unternehmung möglich, für eine entsprechende Zahlungsbereitschaft an den Tilgungsterminen zu sorgen.

Eine convertible Anleihe bereitet hinsichtlich der Liquidität größere Schwierigkeiten. Sie resultieren aus der Tatsache, daß das gesamte in den Obligationen verkörperte Fremdkapital oder ein Teil desselben bei Vornahme des Umtausches seitens der Inhaber der c. b. zu Eigenkapital wird. Dieses kann und soll in der Regel nicht zurückgezahlt werden. Für den Fall der Nichtvornahme eines Umtausches ist in den Anleihebedingungen ein Tilgungsplan festgesetzt. Ob dieser nun ganz oder teilweise oder garnicht durchgeführt zu werden braucht, läßt sich nicht voraussehen. Höchstens kurz vor Beginn der Umtauschfrist kann man auf Grund des Kursstandes der Aktien und c. b. mit einiger Gewißheit vermuten, wie weit die Inhaber der c. b. von ihrem Umtauschrecht Gebrauch machen werden. Zu einer endgültigen Gewißheit über die Höhe des zukünftigen Rückzahlungsbetrages kommt man jedoch erst nach Verstreichen der Umtauschfrist.

Das Prinzip einer wirtschaftlichen Betriebsführung verlangt von dem Unternehmer, schon lange vor Fälligkeit des Fremdkapitals für dessen Deckung zu sorgen. Wird ein Unternehmer von dem Gedanken der Vorsicht geleitet, wird er für den Eventualfall schon vor dem Beginn der Umtauschfrist auf eine entsprechende Zahlungsbereitschaft an den Tilgungsterminen bedacht sein. Machen dann jedoch sämtliche Inhaber der c. b. oder ein mehr oder weniger großer Teil von ihrem Umtauschrecht Gebrauch, so kann insofern eine falsche Kapitaldisposition stattgefunden haben, als die flüssigen Mittel den Stellen vergeblich entzogen oder vorenthalten wurden, die ihrer dringend benötigten. Läßt es hingegen der Unternehmer an der nötigen Vorsicht fehlen und sorgt nicht für eine entsprechende Zahlungsbereitschaft vor Beginn der Umtauschfrist im Vertrauen darauf, daß die Obligationäre von ihrem Umtauschrecht Gebrauch machen werden, so kann der entgegengesetzte Fall eintreten. Das Umtauschrecht wird in nur geringem Umfange ausgeübt und die Deckung an den Tilgungsterminen in Frage gestellt. Unter Umständen muß plötzlich neues Fremdkapital aufgenommen werden zu einem Zinsfuß, der den landesüblichen bei weitem übersteigt. Infolgedessen können in beiden Fällen erhebliche Verluste durch falsche Kapitaldisposition eintreten.

Wie sind diese zu vermeiden?

Einen nach des Verfassers Ansicht akzeptablen Vorschlag hat in dieser Hinsicht Urbanczyk[2]) gemacht. Er fordert, daß zwischen Beendigung der Wandelzeit und dem ersten Rückzahlungstermin eine solch lange Zeitspanne liegen soll, daß der Gesellschaft die Möglichkeit gegeben ist, auf Grund eines erst dann aufzustellenden sicheren Tilgungsplanes für eine entsprechende Zahlungsbereitschaft an den Tilgungsterminen zu sorgen. In diesem Falle kann die Rückzahlung der verbliebenen, zu leeren Obligationen gewordenen c. b. durch Bereitstellung der benötigten flüssigen Mittel sichergestellt und falsche Kapitaldisposition sowie eine dadurch hervorgerufene organische Störung innerhalb der Unternehmung vermieden werden.

VII. *Divergenz und Kongruenz von Bonds- und Aktienkursen.*

1. Preisbildung für Aktien im allgemeinen.

In diesem Kapitel wollen wir uns mit den eigenartigen Wechselwirkungen zwischen den Bonds- und Aktienkursen derselben Gesellschaft beschäftigen. Dem Verfasser erscheint es angebracht, dieser speziellen Untersuchung einige Bemerkungen allgemeiner Natur vorauszuschicken, nämlich auf die Preisbildung von Aktien einerseits und Obligationen andererseits in Kürze einzugehen. Nur dann wird es verständlich sein, daß sich die Preisbildung für c.b. teilweise nach derjenigen für Aktien und teilweise nach derjenigen für Schuldverschreibungen richtet.

Nach Prion[1]) ist die Preisbildung für Effekten bei normalen Verhältnissen von drei Faktoren abhängig:

1. von persönlichen Faktoren (Spekulanten, Kapitalisten, Banken),
2. von technischen Faktoren (Engagementsverhältnisse, Kapitalkraft),
3. von wirtschaftlichen Faktoren (innerlicher und äußerlicher Art).

Die dritte Gruppe ist nach seiner Ansicht die wichtigste, und darin ist ihm ohne Zweifel beizustimmen. Unter ihr versteht er in erster Linie den „inneren Wert" der Aktie, zu dem der Kurs immer wieder zurückkehren wird[2]). Unter den persönlichen Faktoren versteht er die Spekulation, den Kreis der Kapitalisten, der z. B. Interessenkäufe vor-

2) Urbanczyk, P., „Aktienähnliche Schuldverschreibungen, ihr Wesen und ihre Bedeutung für die Aktiengesellschaft unter besonderer Berücksichtigung der umwandelbaren Schuldverschreibung." Diss. Frankfurt 1926, S. 27 f. im Teildruck.

1) Prion W., „Die Preisbildung an der Wertpapierbörse", 2. Aufl. München und Leipzig 1929, S. IX f.

2) Prion a. a. O. S. 133.

nimmt, und die Banken, die z. B. infolge vorgenommener Interventionen künstliche Kurse herbeiführen. Die börsentechnischen Faktoren ergeben sich nach ihm hauptsächlich aus den zufälligen Engagementsverhältnissen und der Eigenart der Kursfestsetzung. Diese vermögen wohl auf eine bestimmte Zeit den Kurs der Effekten von ihrem inneren Wert abzubringen, schließlich wird er aber doch in die Nähe des Punktes zurückkehren, der dem inneren Werte der Aktien entspricht.

Welche Größe ist nun unter dem inneren Werte zu verstehen?

Prion[3]) versteht unter ihm die Vorstellung, „daß die Aktie, als die Verkörperung eines Beteiligungsrechtes, einen Anteil am Vermögen der Gesellschaft darstellt und ferner einen verhältnismäßigen Anspruch auf ein Gewinnerträgnis verkörpert". Eine Erfassung des Gesellschaftsvermögens bereitet jedoch aus dem Grunde große Schwierigkeiten, weil es durch die Bilanz infolge der Politik der Legung stiller Reserven niemals klar ausgewiesen wird. Auch sind bei den Unternehmungen in vielen Fällen immaterielle Werte, die nicht bilanziert zu werden pflegen — natürlich können diese auch negativer Natur sein: Unternehmungsminderwert — vorhanden. Stets wird man sich mit Schätzungen begnügen müssen. Diese Schätzungen werden bei der Berücksichtigung des zweiten Faktors zur Bestimmung des inneren Wertes noch ungenauer: des der Aktie anhaftenden Anspruches auf Beteiligung am Gewinn. Der Aktionär will eine Rente für sein hingegebenes Kapital; fällt diese fort, so vermindert sich für ihn der Wert seiner Aktie. Ist sie hoch, wird sich der innere Wert für ihn auch erhöhen. Natürlich kommt bei der Bewertung nicht die in den vergangenen Jahren gezahlte Dividende in Betracht, sondern die zukünftige, die nur geschätzt werden kann. Dabei bieten allerdings die in den letztvergangenen Jahren gezahlten Dividenden eine Handhabe zur Schätzung. Die voraussichtlich zur Ausschüttung gelangende Dividende muß sodann kapitalisiert werden, am besten zu einem Zinsfuß, der sich nach dem in der betreffenden Branche üblichen (nach Zuschlagen einer Risikoprämie) richtet; die Risikoprämie entspricht den Verhältnissen der in Frage kommenden Wertpapiergattung[4]).

So sehen wir aus diesen Ausführungen die Notwendigkeit einer Vereinigung der Bewertung des Anteiles am Vermögen und der Kapitalisierung der Rente, um zu einer Schätzung des inneren Wertes der Aktie zu gelangen.

Für die Bewertung des Unternehmens ist der Reproduktionswert bestimmend. Die seit dem Bestehen des Unternehmens eingetretene Abnutzung ist entsprechend zu berücksichtigen. Dabei darf man nicht übersehen, daß aus dem Haufen toter Materie ein lebendiger Organismus geschaffen werden mußte. Die hierfür aufgewandten Kosten dür-

3) Prion ebenda.
4) Prion a. a. O. S. 138.

fen nicht unberücksichtigt bleiben. Man darf sich also nicht damit begnügen, die Reproduktionskosten des toten Inventars abzuschätzen[4a]).

Nach des Verfassers Ansicht kommt in erster Linie und hauptsächlich zur Bestimmung des inneren Wertes der Aktie die Kapitalisierung der Dividende in Betracht. Der sich hieraus ergebende Betrag, der Ertragswert, der je nach dem Kapitalisierungszinsfuß verschieden hoch ist, stellt unter der Voraussetzung des Unterbleibens von Bilanzmanövern jeglicher Art, zu denen auch die Legung stiller Reserven gehören, fast immer den Anteil am Vermögen dar. Weicht dieser Betrag vom Reproduktionskostenwerte der Unternehmung ab, so sind bei der Gesellschaft eben Mehr- oder Minderertragswerte vorhanden. Wird kein Gewinn erzielt und kann infolgedessen keine Dividende ausgeschüttet werden, ist der Wert des Vermögens der Gesellschaft auf einen ev. vorhandenen Liquidationswert oder Umstellungswert gesunken. Ist der Ertragswert höher als der Reproduktionskostenwert, so ist ein positiver immaterieller Wert vorhanden. Wenn für dividendenlose Papiere dennoch ein Kurs notiert wird, so liegt das entweder an durchgeführten Bilanzmanövern oder daran, daß der Liquidationswert der Gesellschaft bei Bewertung der Aktie zu Grunde gelegt wird. Auch ist es möglich, daß man in späteren Jahren wieder Gewinne der Unternehmung erhofft. Ist tatsächlich kein Gewinn erzielt worden und wird aller Voraussicht nach auch nie wieder Gewinn erzielt werden, so richtet sich höchstenfalls der Wert der Aktie nach dem Liquidationswert der Unternehmung oder dem Umstellungswert. Ist auch ein solcher nicht mehr vorhanden, dann ist der innere Wert der Aktie gleich null.

Die Preisbildung der Aktien richtet sich, wie oben bereits erwähnt, nicht nach deren inneren Wert allein. Vielmehr wird sie sich von ihm infolge der Einwirkung der anderen in Betracht kommenden und oben bereits dargelegten Faktoren oft mehr oder weniger weit entfernen. Es besteht jedoch die Neigung, daß der Preis schließlich immer wieder in die Nähe des inneren Wertes zurückkehren wird.

Als einen weiteren nach der Währungsstabilisierung entstandenen Faktor der Preisbildung bezeichnet Prion[5]) das Stimmrecht. Darin ist ihm nicht ohne weiteres zuzustimmen. Im Höchstfalle erscheint es angängig, diesen Faktor als einen mittelbaren zu bezeichnen. Weshalb wird das Stimmrecht bewertet? Mit dessen Hilfe will man einen Einfluß auf die Gesellschaft zu gewinnen suchen. Und dieser Einfluß kann sich in einem höheren Ertrag der Aktie für den Käufer auswirken. Auch ist es denkbar, daß nicht diese Stimmrechtsaktie als solche einen höheren Ertrag erbringen soll, sondern daß der Käufer höhere Erträge an anderer Stelle erzielen will, z. B. durch Stillegung des betreffenden Betriebes und Übernahme des Produktions- bezw. Ab-

4a) Schmalenbach a. a. O. S. 12.
5) Prion a. a. O. S. 135.

satzkontingentes auf einen anderen sich in seinem Besitz befindlichen Betrieb. Wir sehen, daß der Faktor „Stimmrecht“ im Grunde ebenfalls ein ertragsbedingter Faktor ist.

Das Ergebnis unserer Betrachtung fassen wir dahin zusammen, daß weder nach oben noch nach unten dem Aktienkurse irgendwelche Schranken auferlegt sind. Er kann bis auf null sinken und, zumindest theoretisch gesehen, ins Unermeßliche steigen.

2. *Preisbildung für Schuldverschreibungen im allgemeinen.*

Die Preisbildung für die Effekten mit fester Verzinsung[6]) weicht von der für Dividendenpapiere im Prinzip nicht ab. Der zukünftige Liquidationswert der Aktie entspricht dem Rückzahlungskurs der Obligation. Auch er spielt bei der Bewertung nicht die ausschlaggebende Rolle, besonders dann nicht, wenn der Tilgungstermin noch in weiter Ferne liegt. In erster Linie kommt die Nominalverzinsung, d. h. der Ertrag, in Betracht. Wenn wir den Ertrag kapitalisieren — als Zinssatz käme bei hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen derjenige für erste Hypotheken in Frage, bei nicht gesicherten müßte eine Risikoprämie zugeschlagen werden —, erhalten wir den inneren Wert der Schuldverschreibung. Dabei müssen wir aber beachten, daß die Schuldverschreibung zu einem bestimmten Termin einmal zurückgezahlt wird, und zwar zu einem genau festgesetzten Kurs. An einem Beispiel wollen wir den Wert einer Schuldverschreibung errechnen.

Eine Schuldverschreibung mit 6%iger Nominalverzinsung werde nach 10 Jahren zu 105% eingelöst; der Kapitalisierungszinsfuß müsse mit 7% angenommen werden.

Der innere Wert der Schuldverschreibung kann dann wie folgt ermittelt werden:

1. Barwert des Rückzahlungsbetrages

$$\frac{105\ \%}{1{,}07^{10}\ ^{1)}} = 46{,}38\ \%$$

2. Barwert der Zinsen

$$6\% \times a\,\frac{7\%^{2)}}{10|} = \underline{49{,}16\%}$$

Total $\underline{95{,}54\%}$

6) diejenigen mit irgendwelchen Zusatzrechten lassen wir außer Betracht; ihre Preisbildung richtet sich wie die der c. b. nach besonderen Gesetzen.

1) Diskontierungsfaktor beim Zinsfuß von 7% für ein in 10 Jahren fälliges Kapital (0,508349).

2) Barwert der Postnumerando-Rente 1 über 10 Jahre zum Zinsfuß 7% (7,02385).

Auch der Schuldverschreibungskurs hängt von dem Kapitalisierungszinsfuß ab. Sehr weit wird er sich jedoch von dem Rückzahlungskurse nie entfernen.

Daß außerdem genau wie bei der Preisbildung für Aktien die übrigen oben erwähnten Faktoren auf den Kurs der Schuldverschreibung einwirken, darf als selbstverständlich hingestellt werden.

Wir kommen zu dem Schluß, daß, von Ausnahmefällen abgesehen, dem Kurs der Schuldverschreibung im Gegensatz zum Aktienkurs sowohl nach oben wie nach unten Grenzen gesetzt sind.

3. Einwirkung der Preisbildung der Aktien auf diejenige der Convertible Bonds.

Der c. b. ist gleichsam als „elastifizierte" Schuldverschreibung zu bezeichnen. Er ist aus der Starrheit, die sonst einer jeden Schuldverschreibung in Bezug auf die Verzinsung und den aus ihr resultierenden inneren Wert anhaftet, herausgebracht. Er ist nämlich mit der Möglichkeit versehen worden, einmal zur Aktie zu werden, sich also seiner Starrheit ganz zu entledigen. Die Verzinsung ist das eigentlich Maßgebliche für den Aktionär. Der c. b. entledigt sich seiner Starrheit erst nach vorgenommenem Umtausch. Daraus ergibt sich die eigenartige Preisbildung, die ihren Ausdruck in den Kursnotierungen findet.

Solange ein Umtausch für die nächste Zeit unwahrscheinlich ist und der c. b. nicht zur Aktie werden, vielmehr Obligation bleiben wird, weil die Kursparität nicht erreicht wird, wird sich die Preisuntergrenze des c. b., nach derjenigen einer gewöhnlichen Schuldverschreibung richten. Der Ertragswert ist maßgebend. Außerdem sind die übrigen in Betracht kommenden und bereits erwähnten Faktoren zu berücksichtigen. Unter der Annahme eines Umtauschverhältnisses 1 : 1 und eines Umtauschkurses von 100 wird in dem Falle einer Börsennotierung der Tauschaktie unter pari der Wert des c. b. nicht entsprechend dem Aktienkurse sinken. Denn in diesem Falle wird sich niemand zur Vornahme des Umtausches bereit erklären. Der c. b. bleibt Schuldverschreibung, und die Untergrenze seines Kursstandes wird sich, um es zu wiederholen, nach den Gesetzen für die Preisbildung festverzinslicher Papiere richten. Es gibt „einen gewissen Punkt, unter den c. b. nie herabsinken"[7]).

Anders jedoch bei einem Steigen des Aktienkurses über die Gewinnschwelle. Da wird ein Umtausch lohnend und auch in jedem Falle vorgenommen werden, wenn nicht wieder ein Sinken des Aktienkurses infolge nachlassender Rentabilität des Unternehmens zu be-

7) Gerstenberg a. a. O. S. 324.

fürchten ist. Im Geiste werden sich die Obligationäre schon als Aktionäre sehen. Dies umsomehr, je näher die Umtauschfrist herannaht. Das Umtauschrecht erhält einen Wert, der in einer Kurssteigerung der c. b. zum Ausdruck kommt. Bei einem Umtauschverhältnis 1 : 1 und einem Umtauschkurs von 100 wird sich der Kurs der c. b. mit dem der Aktien annähernd decken. Das Nachrücken der c. b.-Kurse auf die Aktienkurse ist häufig nicht so offensichtlich, wenn die Umtauschfrist noch in weiter Ferne liegt. Sie kommen einander näher, je mehr die Umtauschfrist herannaht[8]). Während der Umtauschfrist werden sich beide Kurse decken. Eine kleine Differenz zu Gunsten des Aktienkurses mag sich höchstens daraus ergeben, daß der Umtausch mit der Zahlung irgendwelcher Spesen verknüpft ist[9]). Nach erfolgtem Umtausch wird infolge der Kapitalverwässerung der Aktienkurs fallen, soweit diese Tatsache nicht schon vorher im Kurse diskontiert war. Immerhin ist es auch möglich, daß ein Sinken des Kurses durch das größere Angebot der Aktien auf dem Markte erfolgt[10]), denn es ist jetzt ein größerer Aktienbetrag im Verkehr. Der Kurs der leeren Obligationen ist in der Folgezeit von dem Aktienkurs unabhängig. Denn die Umtauschfrist ist verstrichen, der ehemalige c. b. kann nicht mehr zur Aktie werden.

Das Ergebnis unserer Überlegungen ist also die Feststellung, daß sich der Kurs der c. b. nach unten nach den Schätzungen des Wertes einer gewöhnlichen Schuldverschreibung richtet, nach oben jedoch wie der Aktienkurs unbegrenzt ist und sich nach diesem richtet; das umsomehr, je näher die Umwandlungsfrist herannaht.

Nur teilweise richtig sind die Ausführungen von Wolfgang[11]). Nach ihm besteht immer dann ein Wert der Konversionsparität (deutlicher: Wert des Umtauschrechtes), wenn „der Paritätswert der Konversion“[12]) über dem Mindestwert (besser: Kurs der leeren Obligation) liegt und die Konversionszeit schon zu laufen begonnen hat oder der Paritätswert der Konversion unter dem Mindestwert liegt und die Konversionszeit noch nicht zu laufen begonnen hat. Er fährt dann wörtlich fort: „Bei Neuemissionen wird das Konversionsverhältnis so gewählt, daß der Paritätswert etwas unter dem Mindestwert liegt. Meist ist sofort mit dem Beginn der Laufzeit auch schon die Ausübung des Konversionsrechtes möglich. In diesem Falle ist zu bemerken, daß der Tageskurs des Convertible Bond etwas höher ist als der Mindestwert.“

---

8) Nelson M. N., „Readings in Corporation Finance“, New-York 1926, S. 155.

9) Heymann a. a. O. S. 94.

10) Nelson a. a. O. S. 153.

11) Wolfgang a. a. O. S. 133.

12) Wolfgang ebenda: „derjenige Wert, der sich auf Grund des Umtauschverhältnisses und des Tageskurses der Umtauschpapiere ergibt.“

Wir haben nun an anderer Stelle[13]) nachgewiesen, daß in den wenigsten Fällen das Umtauschrecht schon gleich zu Beginn der Laufzeit ausgeübt werden kann. Aber selbst wenn wir mit Wolfgang annehmen würden, daß das Konversionsrecht sofort mit Beginn der Laufzeit ausgeübt werden könne, so wird gerade in diesem Falle der Tageskurs der c. b. nicht über dem Mindestwert (= Kurs einer leeren Obligation) notieren; denn infolge der im allgemeinen kurzen Dauer der Umtauschfrist besteht keine Aussicht, daß der Paritätswert den Mindestwert noch erreicht, wodurch ein Umtausch lohnend würde. Aller Wahrscheinlichkeit nach wird der c. b. zu einer leeren Obligation, und die beiden Kurse werden sich infolgedessen annähernd decken. Beginnt hingegen die Umtauschfrist erst später, so liegt die Möglichkeit eines gewinnbringenden Umtausches näher. Und gerade in diesem Falle wird der c. b. höher geschätzt als eine leere Obligation. Diese Tatsache findet dann in den Kursen Ausdruck, d. h. der c. b. notiert höher als der Mindestwert (= Kurs der leeren Obligation).

An den Kursverläufen der Aktien und c. b. einer Reihe deutscher Gesellschaften wollen wir im folgenden nachweisen, ob unsere Überlegungen sich bewahrheiten.

Diesen Zwecken dienen die beigefügten Kurven. Sie bestätigen unsere Folgerungen.

Bei den c. b. ist, wie wir sehen, ein Punkt vorhanden, unter den sie nicht sinken. Ganz deutlich wird das bei den Kursnotierungen für die Aktien und c. b. der Basalt A.G. Linz. Der Mindestkurs für die c. b. schwankt um 80, zu gleicher Zeit derjenige für Aktien um 30. Hier divergieren die Kurse stark, während sie sich bei dem Höchstkurse der Aktien nahezu decken. Denn im April 1927 notierten die Aktien rund 122 bei einem gleichzeitigen Obligationskurs von 124. Eigentümlicherweise werden die c. b. etwas höher notiert als die Aktien, eine Tatsache, die ihre Erklärung in zufälligen Engagementsverhältnissen, der größeren Sicherheit der c. b. oder dergl. finden mag. — Bei den Obligationskursen sehen wir gleichzeitig ein stetes Nachfolgen auf die Aktienkurse, sobald die Gewinnschwelle überschritten wird, dagegen eine Divergenz zwischen beiden, sobald die Gewinnschwelle nicht erreicht wird. In diesem Falle rücken die c. b.-Kurse nicht mehr nach.

Erwähnenswert erscheint noch die dauernd vorhandene Spanne zwischen den beiden Kurslinien bei den Rheinischen Stahlwerken und der I.G. Farbenindustrie. Sie decken sich nie, die Kurse der c. b. bleiben stets erheblich hinter denjenigen der Aktien zurück. Das ist darauf zurückzuführen, daß bei diesen Anleihen das Umtauschverhältnis nicht 1 : 1 beträgt. Bei der I.G. Farbenindustrie ist es 2 : 1 mit von Jahr zu Jahr fallenden Umtauschkursen und bei den Rheinischen

13) vergl. Kap. II, 4 dieser Abhandlung.

Stahlwerken 1,3 : 1. Bei Berücksichtigung dieser Tatsache erkennen wir auch hier eine Kongruenz zwischen beiden Kursarten. Der Verfasser hat wahllos einige Kurse der Rheinischen Stahlwerke herausgegriffen, um an ihnen zu prüfen, inwieweit unter Berücksichtigung des Umtauschverhältnisses 1,3 : 1 die Kurse der c. b. denen der Aktien entsprechen. Dabei ist er zu folgendem Ergebnis gekommen:

Im August 1926 notierten die c. b. 107,25. RM. 130.— nom. muß der Besitzer einreichen, um eine Aktie im Nominalbetrage von RM. 100.— zu erhalten. RM. 130.— nom. Obligationen entsprechen einem Kurswert von 107,25 . 1,3 = 139,42. Der Kurswert der Aktien betrug 141. Für September 1927 ergeben sich folgende Zahlen: c. b. 192,08, Aktien 194. Juni 1928: c. b. 156,65, Aktien 156,5. Dezember 1928: c. b. 139,75, Aktien 139. — Bei der I.G. muß die Berechnung analog erfolgen.

So stellen wir auch bei den für diese beiden Gesellschaften in Betracht kommenden Kursen eine gegenseitige Annäherung fest.

Das Ergebnis unserer Untersuchung über die Preisbildung der c. b. sei noch einmal dahin zusammengefaßt, daß einem Fallen des Kurses Schranken gesetzt sind, einem Steigen hingegen nicht.

Auf den Vorteil, der sich hieraus für den Inhaber ergibt, werden wir im folgenden Kapitel hinweisen. Dabei werden wir nicht unerwähnt lassen, daß der Inhaber in der Regel diese Gewinnchance mit einer gegenüber gewöhnlichen Schuldverschreibungen geringeren Effektivzinsvergütung bezahlen muß.

VIII. *Auswirkung der Convertible Bonds*

1. auf die Bondsinhaber selbst.

a) Vorteile.

aa) Bei Ausübung des Konversionsrechtes.

Sehr viel ist über die Vor- und Nachteile der c. b. schon in der Literatur gestritten worden. Die Meinungen, mit denen wir uns später noch zu beschäftigen haben werden, divergieren im allgemeinen sehr stark. Teilweise gehen sie dahin, daß nur die emittierende Gesellschaft die Leidtragende bei einer Ausgabe von c. b. sei, teilweise wird behauptet, nur der Inhaber oder nur der alte Aktionär ziehe Nachteile aus einer solchen Emission. Diese Meinungsverschiedenheiten sind nach des Verfassers Erachten in erster Linie darauf zurückzuführen, daß Urteile gefällt wurden von Autoren, die sich über das Wesen der c. b. keineswegs im klaren waren. Eingehendes Vertrautsein mit diesem Finanzierungsmittel ist aber zur Abgabe eines Urteiles Voraus-

setzung. Weiter sind die Kritiken meist zu einseitig, wenn behauptet wird, es gäbe Nachteile nur für die Gesellschaft oder nur für den Inhaber oder nur für den alten Aktionär.

Der Kardinalvorteil für den Inhaber der c. b. liegt nach allgemeiner Ansicht darin, daß sich ihm die Möglichkeit der Erzielung eines Gewinnes bei Ausübung seines Konversionsrechtes bietet. Das ist der Fall, wenn infolge guter Rentabilität der Gesellschaft der Aktienkurs die Gewinnschwelle überschreitet. Seiner Gewinnchance sind, zumindest theoretisch betrachtet, keine Grenzen gesetzt, während sein Verlust begrenzt ist. Denn wenn ihm die Ausübung des Umtauschrechtes nicht lohnend erscheint, hat er später, zur Zeit der Tilgung, immerhin das Recht auf Einlösung seiner Schuldverschreibung, unter Umständen sogar noch mit einem Agio. Sein Forderungsrecht gegen die Gesellschaft, oft sogar hypothekarisch gesichert, bleibt also bestehen. Sicherheit und Gewinnchance sind in dem c. b. miteinander verkoppelt. Natürlich kann dem Obligationär dieser augenscheinliche Vorteil nicht umsonst gegeben werden. Der Preis hierfür besteht in einer geringeren Effektiv-Verzinsung des c. b. gegenüber Schuldverschreibungen, die abgesehen von dem Umtauschrecht mit den gleichen Bedingungen ausgestattet sind wie jene. Unter Umständen kann auch die Sicherheit gegenüber gewöhnlichen Schuldverschreibungen eine geringere sein. Das bedeutet jedoch auch nichts anderes als eine Schmälerung des Zinses, denn die Rendite besteht aus Zins + Risikoprämie. — Der für diesen Vorteil gezahlte Preis wird im allgemeinen nicht übermäßig hoch sein. Mancher Käufer eines c. b., der auf einen späteren Gewinn beim Umtausch spekuliert, wird für diese „sichergestellte" Spekulation gerne einen Preis bezahlen, der in einer etwa um 1% niedrigeren Verzinsung seines Kapitals bis zum Umtausch besteht, denn größer wird die Differenz zwischen der Verzinsung der beiden Schuldverschreibungsarten nicht sein. Ein praktisches Beispiel hierfür anzuführen, ist nicht möglich, weil man von keiner Anleihe ohne weiteres behaupten kann, sie sei mit dieser oder jenen convertiblen Anleihe, abgesehen vom Umtauschrecht, in jeder Beziehung identisch.

Die höhere Verzinsung kann natürlich auch durch einen höheren Emissionskurs der c. b. herbeigeführt werden[1]). Entscheidend ist immer die Effektivverzinsung.

Zusammenfassend können wir sagen, daß der Hauptvorteil für den Inhaber des c. b. darin besteht, daß er die Chance einer theoretisch unbegrenzten, praktisch immerhin beträchtlichen Gewinnerzielung hat, da dem Steigen des Kurses der Umtauschaktien keine Grenzen

---

1) Böhler E. „Neuzeitliche Effektentypen", Vortrag, gehalten am betriebswirtschaftlichen Ferienkurs Herbst 1930 in Zürich, abgedruckt in „Schweizerische Handelswissenschaftliche Ztg." 24. Jhrg. Nr. 11 und 12 (S. 265 ff. bezw. 306 ff.).

gesetzt sind, während sein ev. Verlust darin besteht, daß er für den Fall ungünstiger Umtauschverhältnisse den geringen Preis einer gegenüber gewöhnlichen Anleihe niedrigeren Verzinsung zahlen muß.

bb) Bei einer Sanierung der emittierenden Gesellschaft.

Es kann sich nun für eine Gesellschaft, die c. b. ausgegeben hat, die Notwendigkeit der Vornahme einer Sanierung ergeben. Die Inhaber der c. b. haben auf jeden Fall unter der Voraussetzung eines Umtauschverhältnisses 1 : 1 das Recht, für eingereichte RM. 100.— Obligationen eine Aktie desselben Nennwertes ohne Rücksicht auf deren inneren Wert zu erhalten. Dieser wird sich bei einer Sanierung natürlich entsprechend erhöhen. Wir wollen uns diesen Fall an einem Beispiel klarzumachen versuchen.

Aus Gründen, die hier nicht näher erörtert werden sollen, müsse eine Gesellschaft eine Sanierung im Verhältnis 3 : 1 vornehmen, und zwar soll es sich hierbei um eine „reine Sanierung" handeln; die Sanierung mit Zuführung neuer Mitel sowie diejenige mit Ausschüttung von Mitteln lassen wir außer Betracht. Ob unsere reine Sanierung durch Kürzung der Nominalbeträge (Denomination) oder Zusammenlegung mehrerer zu einer Aktie (Konversion) erfolgt, bleibt für unsere folgenden Überlegungen belanglos. Der Börsenkurs der Aktien betrage vor der Sanierung 40. Würde eine Sanierung nicht vorgenommen werden, so hätten beim Herannahen der Umtauschfrist der c. b. deren Inhaber keinerlei Interesse am Umtausch, da dieser mit einem Verlust für deren Inhaber verbunden wäre, denn der c. b. bezw. der Kurs der leeren Obligation wird höher notieren. Nehmen wir an, der Gewinn sei so hoch gewesen, daß er die Ausschüttung einer Dividende von 3% erlaubt hätte, die jedoch infolge der prekären finanziellen Lage der Unternehmung nicht zur Verteilung gekommen sei. Nach Durchführung der Sanierung im Verhältnis 3 : 1 wird der innere Wert einer Aktie auf 120 steigen, auf die die Gesellschaft jetzt auch eine entsprechend hohe Dividende zahlen kann. Für den Obligationär gestaltet sich das Umtauschrecht jetzt lohnend. Er macht einen Gewinn auf Kosten der alten Aktionäre, denn der Kurs wird von 120 heruntersinken, da die neuen, für den Umtausch notwendigen Aktien zu pari begeben werden. Der Gewinn, den der Inhaber des c. b. durch die vor der Umtauschfrist liegende Sanierung erzielt, ist ungerechtfertigt. Man kann sich sogar den Fall vorstellen, daß eine Sanierung überhaupt nicht notwendig ist, sie vielmehr nur deshalb durchgeführt wird, damit das Umtauschrecht für die Inhaber der c. b. lohnend wird. Das wäre z. B. dann naheliegend, wenn sich die c. b. ev. in Händen von „der Verwaltung nahestehenden Kreisen" befinden. Mit Hilfe von vorhandenen Herrschaftsaktien könnte ein Generalversammlungsbeschluß auf Sanierung herbeigeführt werden.

Um eine derartige Benachteiligung der Aktionäre zu verhindern,

dürfte sich die Aufnahme eines Passus in den Anleihebedingungen empfehlen, daß im Falle einer Sanierung den Anleihegläubigern zur Zeit des Umtausches eine Aktie von entsprechend niedrigerem Nennwert zu liefern ist. Dadurch wird vermieden, daß sich die Gläubiger auf Kosten der Aktionäre bereichern[2]).

In der Praxis trat ein ähnlicher Fall wie der eben theoretisch konstruierte bei der im Jahre 1927 vorgenommenen Sanierung der Ufa ein. Trotzdem die oben vorgeschlagene Klausel in den Anleihebedingungen der Ufa nicht enthalten war, stieß sie doch nicht auf die erwähnten Schwierigkeiten. Wie bereits an früherer Stelle dargelegt, lauteten ihre Anleihebedingungen so, daß sie bis zum 30. 11. 1928 ihren Obligationären das Umtauschrecht anbieten mußte. Anderenfalls war bezw. ist sie zur Einlösung der c. b. zu 130% verpflichtet. Wird seitens der Schuldverschreibungsinhaber von dem angebotenen Umtauschrecht kein Gebrauch gemacht, so erfolgt Einlösung im Jahre 1935 zu 105%. Vor Durchführung der Sanierung forderte sie nun gemäß ihren Anleihebedingungen zum Umtausch auf. Von ihrem Recht machten die Inhaber der c. b. keinen Gebrauch, da die Aktien nahezu wertlos waren. So muß sie also jetzt die Schuldverschreibungen erst im Jahre 1935 zu 105% einlösen, und die Obligationäre konnten aus der Sanierung keinen Vorteil für sich ziehen.

cc) Bei einer Spekulation in Aktien derselben Gesellschaft.

Auf einen weiteren Vorteil, den sich ein Inhaber von c. b. zunutze machen kann, weist Mead[3]) hin. Er gibt folgendes Beispiel, in dem mit Hilfe der c. b. das Risiko bei der Spekulation in Aktien derselben Unternehmung herabgemindert wird[4]):

der Aktienkurs stehe auf 100, derjenige der c. b. auf 98½. Der Spekulant ist ein Baissier, rechnet also mit einem Fallen des Aktienkurses, will sich für alle Fälle aber doch im gewissen Maße sichern. Dann beginnt er seine Operationen damit, daß er für angenommen nom. Dollar 10 000.— c. b. erwirbt und sich dann einen entsprechenden Betrag an Aktien von jemanden leiht, die er zum Kurse von 100 verkauft. Seine c. b. kann er dem Entleiher als Sicherheit überlassen und die erworbenen c. b. mit dem Erlös aus dem Aktienverkauf bezahlen. An diesem Geschäft erzielt er einen Ueberschuß von Dollar 150. —. Es sei nun weiter angenommen, daß sich seine Prognose bestätigt habe und die Aktien auf 90 gefallen seien. Der Kurs der c. b. wird nicht in diesem Maße sinken, da die Untergrenze ihres Kurses u. a. nach der Verzinsung bestimmt ist. Ihr

2) Rasch H., „Wandelschuldverschreibungen (Convertible Bonds) nach nordamerikanischem und deutschem Recht", Mannheim-Berlin-Leipzig 1929, S. 66 ff.

3) Mead, a. a. O. S. 289 f.

4) nicht wörtlich, sondern dem Sinne nach.

Kurs betrage 95½. Dann verdient der Spekulant an den Aktien Dollar 1 000.—, da er jetzt zu 90 beziehen kann, verliert dagegen an seinen c. b. Dollar 300.—, da er bei deren Veräußerung nur Dollar 9 550.— erzielt. Sein Gesamtgewinn beträgt demnach Dollar 700.—. Die jetzt gekauften Aktien gibt er dem Entleiher zurück.

Hat sich der Spekulant in seinen Vermutungen getäuscht und sind die Aktienkurse auf 110 gestiegen, so wird gemäß unseren früheren Überlegungen ebenfalls ein Steigen der Kurse der c. b. eintreten. Ihr Kurs notiere 105. Dann beträgt der Verlust des Spekulanten lediglich Dollar 350.—, denn er verliert an seinen Aktien Dollar 1000.—, gewinnt aber an den c. b. Dollar 650.—.

Hätte sich der Spekulant nicht der c. b. bedient, wäre zwar im ersten Fall sein Gewinn am Dollar 300.— höher gewesen, im letzteren dagegen sein Verlust um Dollar 650.— gestiegen.

b) Nachteile.

aa) Bei einer Kapitalerhöhung.

Wie die Kapitalherabsetzung für den Inhaber des c. b. einen Vorteil bedeutet, wird dieser analog aus einer Kapitalerhöhung, die vor Beginn der Umtauschfrist vorgenommen wird, einen entsprechenden Nachteil ziehen. Auch in diesem Falle ist es denkbar, daß eine Erhöhung nicht notwendig ist, ein entsprechender Generalversammlungsbeschluß von den alten Aktionären vielmehr nur deshalb herbeigeführt wird, damit die Inhaber der c. b. einen Gewinn nicht erzielen können. Einen solchen Vorschlag macht Brodmann[5]) in seinen Ausführungen, mit denen er gegen die Einführung von c. b. nach Deutschland stark polemisiert. Er legt den Aktionären nahe, „durch Kapitalerhöhung unter Beibehaltung des Bezugsrechtes der Aktionäre die Anteilsrechte so zu verwässern, daß den Geldgebern die Lust vergeht, den Umtausch zu wählen".

Brodmann scheint jedoch nicht bedacht zu haben, daß es nicht so ganz einfach ist, durch eine Verwässerung der Anteilsrechte den Gläubigern die Lust zum Umtausch zu nehmen. Es handelt sich bei ihm offenbar darum, den Wert des Umtauschrechtes, falls ein solches besteht — das ist der Fall, wenn die Gewinnschwelle überschritten wird —, so weit herabzumindern, daß von einem „Wert" nicht mehr die Rede sein kann. Denn sonst würden die Gläubiger immer noch Lust verspüren, von ihrem Recht auf Umtausch Gebrauch zu machen. M. a. W. müßte also der Versuch gemacht werden, den Aktienkurs so weit zu drücken, daß er die Gewinnschwelle nicht erreicht. Da nun aber in den weitaus meisten Fällen das Umtauschverhältnis 1 : 1 beträgt und die Gewinnschwelle bei 100 liegen wird, müßte der Aktien-

5) Brodmann a. a. O. S. 312 f.

kurs auf unter pari gedrückt werden. Zur Zeit des Herannahens der Umtauschfrist muß er über pari stehen, denn sonst würden die Inhaber der c. b. a priori keine Lust verspüren, den Umtausch vorzunehmen. Infolge des Verbotes der Unterpariemission (§ 184 HGB) ist es aber nicht möglich — und das scheint Brodmann zu übersehen —, den Kurs einer Aktie unter pari zu drücken, wenn er über pari notiert. Und solange dies nicht möglich ist, wird der Umtausch immer mit einem Gewinn verbunden sein; höchstens kann dieser geschmälert werden, wodurch den Gläubigern aber noch nicht die Lust zur Vornahme des Umtausches vergehen muß.

Wir wollen uns auch diesen Fall an einem Beispiel klarmachen. Die Gewinnschwelle betrage 100, der Aktienkurs 125. Dieser soll nun so weit herabgedrückt werden, daß das Umtauschrecht wertlos wird. Das ist unmöglich, sowohl theoretisch wie auch praktisch. Denn würde man das Kapital auch noch so sehr erhöhen, die neuen Aktien, zum Mindestkurs von 100 ausgegeben, würden immer etwas über pari stehen, da sie ja an den 25% „Überwert" der alten Aktien partizipieren. Praktisch wird eine Kapitalerhöhung von mehr als 1 : 1 in der Regel wohl nicht in Frage kommen, wenn eine solche an und für sich überhaupt überflüssig ist. Dann würde der neue Aktienkurs 112,5 betragen. Dadurch wird der Wert des Umtauschrechtes zwar gemindert, den Gläubigern vergeht die Lust zum Umtausch aber noch nicht.

Auch durch Ausgabe von Gratisaktien wird man den Kurs im allgemeinen nicht auf unter pari reduzieren können, da die gesetzliche Reserve für diesen Zweck nicht in Anspruch genommen werden kann. Es müßten schon freiwillige Reserven in nicht unbedeutender Höhe vorhanden sein. Diese lassen auf eine gute Rentabilität der Unternehmung schließen.

Eher könte der Versuch gemacht werden, durch Ausweisen von Verlust, der de facto nicht entstanden ist, eine Kursreduzierung herbeizuführen. Hierüber soll an späterer Stelle gesprochen werden[6]).

Anders liegt der obige Fall — und er kommt in der Praxis selten vor —, wenn der Umtauschkurs höher als pari ist, in dem eben angeführten Beispiel etwa 120. Dann könnte durch eine Verwässerung der Anteilsrechte der Wert des Umtauschrechtes illusorisch gemacht werden, denn niemand wird RM. 100.— Obligationen + RM. 20.— bar einreichen, um dafür eine Aktie zum Kurse von 112,5 entgegenzunehmen. Dieser Fall der über pari liegenden Gewinnschwelle bildet aber nicht die Regel, sondern eine Ausnahme.

Um derartigen Maßnahmen, die eine ungerechtfertigte Beeinträchtigung der Rechte der Obligationäre darstellen, vorzubeugen, sind verschiedene Anregungen gegeben worden. Heilbrunn[7]) meint, „es stehe

6) s. unten S. 75 ff.

7) Heilbrunn, „Neue Formen der Finanzierung von Aktiengesellschaften" i. Frankfurter Zeitung Nr. 517 v. 13. 7. 1924.

nichts im Wege, daß bestimmte Maßnahmen wie Kapitalerhöhungen und ähnliche die Obligationäre berührende Beschlüsse von der Zustimmung einer Versammlung der Obligationäre oder ihres Vertreters abhängig gemacht werden, oder diesem gewisse Kontrollrechte in der Gesellschaft eingeräumt werden. Es erscheint auch ein Ausbau der Gesellschaftsverfassung nach der Richtung möglich, daß einer Versammlung der Obligationäre oder gemeinschaftlichen Versammlungen von Aktionären und Obligationären bestimmte Rechtsfunktionen vertraglich übertragen werden, soweit das Aktienrecht keine zwingenden Vorschriften enthält." Diese Anregung scheint dem Verfasser zu weit zu gehen. Sie würde den Inhabern von c. b. Rechte einräumen, die ihnen nicht zugestanden werden können, wenn man sich nicht über den Geist unseres Aktienrechts hinwegsetzen will. Akzeptabler ist ein Vorschlag Raschs[8]). Danach soll den Gläubigern das Recht zugestanden werden, das natürlich in den Anleihebedingungen niederzulegen ist, im Falle einer Kapitalerhöhung vor Beginn der Umtauschfrist die Konversion ihrer c. b. unter den festgelegten Bedingungen verlangen zu können. Dann können die Obligationäre, die nach ihrem Wunsche zur Zeit der Kapitalerhöhung schon zu Aktionären geworden sind, in der gleichen Weise wie die alten Aktionäre an der Kapitalerhöhung bezw. an der Aufbringung der hierzu notwendigen Mittel beteiligt und zu ihr herangezogen werden.

bb) Bei Bilanzmanövern der Gesellschaft.

Ein weiterer Nachteil erheblicher Art für den Inhaber des c. b. kann sich auch Bilanzmanövern der Gesellschaft ergeben. „Es ist eine Frage des kaufmännischen Anstandes und nicht etwa, wie moralisch unsichere Bewunderer meinen, eine Frage der Kunstfertigkeit, eine Bilanz so zurecht zu machen, daß je nach dem Interesse der Verwaltung die eine oder andere Aktienkategorie geschädigt wird", schreibt Schmalenbach[9]) in seinen Ausführungen über Vorzugsaktien. In derselben Weise wie eine von mehreren vorhandenen Aktienkategorien in Bezug auf die Dividende auf Jahre hinaus geschädigt werden kann, ist es auch möglich, durch Zurückhalten erzielter Gewinne sämtliche Aktiengruppen oder, falls nur eine vorhanden ist, diese zu schädigen. Ein Teil des Gewinnes wird versteckt, um erst in späteren Jahren zur Ausschüttung zu gelangen.

Eine solche Manipulation wird eine Gesellschaft vornehmen, wenn ihr daran gelegen ist, daß die c. b. nicht zum Umtausch eingereicht werden. Sie wird den erzielten Gewinn dann in den Jahren vor der Umtauschfrist nur so weit ausschütten, als die Dividende den Zinsfuß der c. b. nicht überschreitet, im Gegenteil, dieser höher ist als jener.

8) Rasch a. a. O. S. 65 f.
9) Schmalenbach E., „Finanzierungen", IV. Aufl. Leipzig 1928, S. 251.

Das wird ein Fallen des Aktienkurses bewirken, so daß die Gewinnschwelle nicht erreicht werden wird. So hat der Gläubiger, der den ausgewiesenen Gewinn in seiner Höhe für richtig hält, kein Interesse an der Einreichung seiner Obligation zum Umtausch. Nicht nur die Gewinnschwelle ist nicht erreicht, auch die Verzinsung seiner Obligation erscheint ihm höher als die einer Aktie. Allerdings besteht die Möglichkeit, daß Außenstehende von solchen Bilanzmanövern Kenntnis erhalten und für eine entsprechende Kolportage dieser Tatsachen sorgen. So kann der Kurs der Aktien ev. um die zurückgehaltenen Gewinne steigen. Auch eine steigende Nachfrage nach den Aktien bei Bekanntwerden der Bilanzmanöver kann die gleiche Wirkung haben.

Ein Beispiel möge uns zeigen, wie durch Bilanzmanöver die Rentabilität und damit der Wert der Aktie beeinflußt werden kann.

Eine Gesellschaft mit einem Grundkapital von RM. 1 Mill. habe Gewinne erzielt, die in natürlicher Weise wie folgt zu verteilen wären:

1928:	RM.	75 000.—;	Div. 7½%
1929:	„	75 000.—;	„ 7½%
1930:	„	75 000.—;	„ 7½%
1928—1930:	RM.	225 000.—	

Als Umtauschfrist für ausgegebene c. b. soll das 2. Quartal des Jahres 1930 angenommen werden. Die Verzinsung der c. b. beträgt 7%.

Es wird der Gesellschaft ein Leichtes sein, die Gewinne zeitweise zu verstecken und sie wie folgt zu verteilen:

1928:	RM.	60 000.—;	Div. 6%
1929:	„	50 000.—;	„ 5%
1930:	„	115 000.—;	„ 11,5%
1928—1930:	RM.	225 000.—	

Der Obligationär wird in Anbetracht der ihm gering erscheinenden Rentabilität der Aktien von seinem Recht auf Umtausch absehen, denn gegen seine Obligation mit 7%iger Verzinsung glaubt er eine Aktie zu erhalten, die eine Rentabilität in gleicher Höhe, nach den Dividenden der vergangenen Jahre zu schließen, nicht erwarten läßt. Nach Ablauf der Umtauschfrist kann die Gesellschaft die zurückgehaltenen und versteckten Gewinne wieder auflösen. Ob sie gleich im Jahre 1930 den gesamten Betrag von RM. 115 000.— als Dividende zur Ausschüttung bringt oder den Gewinn mit Rücksicht auf eine stabile Dividendenpolitik, soweit von dieser in unserem Falle überhaupt noch die Rede sein kann, erst im Laufe mehrerer Jahre verteilt, spielt für unsere Betrachtung keine Rolle. Wir sehen jedenfalls, daß

es unter Umständen durch Bilanzmanöver möglich ist, das Umtauschrecht für die Obligationäre zur Illusion zu machen.

cc) Bei Ausübung des Konversionsrechtes.

Ein letzter Nachteil für die Inhaber besteht darin, daß die Gewinnschwelle infolge sehr niedrigen Aktienkurses nie erreicht wird und die Spekulation mit Hilfe der c. b. nicht geglückt ist. Dann hat er den Preis für die Gewinnchance, der in einer im Vergleich zur gewöhnlichen Obligation derselben Art niedrigeren Verzinsung besteht, umsonst gezahlt.

2. Auf die emittierende Gesellschaft.

a) Vorteile.

aa) Möglichkeit der Kapitalbeschaffung schlechthin.

Man wird im allgemeinen den Standpunkt vertreten können, daß eine Gesellschaft überhaupt nicht zu einer Ausgabe von c. b. schreiten wird, wenn sie aus ihr keinen Vorteil für sich ziehen kann. Zweck der Ausgabe ist in jedem Falle Befriedigung vorhandenen Kapitalbedürfnisses. Dieser Zweck soll auf möglichst vorteilhafte Art und Weise erreicht werden. Daraus folgt, daß der c. b. vor anderen Kapitalbeschaffungsmitteln unter bestimmten Umständen den Vorzug haben muß. Und dem ist in der Tat so.

Schon früher haben wir gesehen, daß eine Gesellschaft vornehmlich dann zur Emission von c. b. schreitet, wenn sie sich in prekärer finanzieller Lage befindet. Das wird oft in Zeiten ungünstiger Lage des Kapitalmarktes der Fall sein. Eine Erhöhung des Grundkapitals durch Ausgabe von Stammaktien zum Zwecke der Kapitalbeschaffung wird in den meisten Fällen daran scheitern, daß der Aktienkurs unter pari notiert, eine Folge eben der schlechten finanziellen Lage der Unternehmung oder der ungünstigen Situation des Kapitalmarktes. Einen Beweis hierfür bringen die deutschen c. b. Die Aktienkurse sämtlicher Gesellschaften, mit Ausnahme derjenigen der I.G. Farbenindustrie, notierten bei der Bondsemission unter pari. So käme schon eher die Durchführung einer Kapitalerhöhung mit Hilfe von Vorzugsaktien in Frage, die mit Vorrechten bei der Gewinnverteilung ausgestattet sind. Es wird oft nicht genügen, die Vorrechtsdividende einfach prioritätisch festzusetzen. Vielmehr wird man, um einigen Anreiz zur Zeichnung zu geben, kumulative Vorzugsaktien emittieren müssen. Aber auch dann ist es fraglich, ob auf eine Zeichnung in genügender Höhe gerechnet werden kann. Die Kumulativklausel wird sicher wenig nützen, wenn, nach den Dividenden der letztvergangenen Jahre zu schließen, nicht Gewinne in solcher Höhe erwartet werden können,

daß die Gesellschaft eventuell ausfallende Dividenden später tatsächlich nachzahlen kann.

Es wäre noch zu überlegen, ob nicht eine Ausgabe von Genußscheinen zum Zwecke der Kapitalbeschaffung angebracht erscheint. Einen solchen Vorschlag macht Wertheimer[10]). Er geht von der richtigen Überlegung aus, daß man die Genußscheine — es handelt sich ja, um es noch einmal zu wiederholen, um Zeiten ungünstiger Lage des Kapitalmarktes oder geringer Rentabilität der Unternehmung oder um beides — mit besonderen Rechten ausstatten müsse, und schlägt drei solcher Art vor:

1. a) Anteil am Gewinn in gleicher Höhe wie die Aktien; ev. wird ein gewisser Mindestbetrag garantiert, der außerdem gleitend gestaltet werden kann, wenn die Gesellschaft einen höheren Gewinn erzielt; oder
   b) Festsetzung eines Gewinnsatzes (soll wohl heißen: Betrages oder Fonds; der Verf.) für Verzinsung der Genußscheine und Dividende, und Anspruch der Genußscheine auf den gesamten Überschuß des Reingewinnes. Ev. Nachforderungsrecht für ertraglose Jahre.
2. Anteil am Liquidationserlös, der zunächst auf die Genußscheine und erst dann auf die Aktien ausgeschüttet wird.
3. Wahrung der Rechte der Genußscheininhaber analog denen, die die Inhaber der Teilschuldverschreibungen haben.

Wertheimer kommt zu dem Schluß, daß durch eine solche Finanzierung „Nachteile vermieden werden, die sich aus einer Kapitalerhöhung ergeben können". An welche Nachteile er denkt, sagt er jedoch nicht. Weiter ist er u. a. der Ansicht, daß die Genußscheine ein Gläubigerrecht gewähren und infolgedessen den Vorteil einer hypothekarischen Eintragung auf das Grundvermögen der Aktiengesellschaft zulassen. Das ist aber bei den c. b. genau so der Fall! Sie können auch hypothekarisch gesichert werden, und in der Praxis ist dies, wie früher bereits erwähnt, auch meist der Fall. Nach vorgenommenem Umtausch wird die Hypothek wieder gelöscht oder zur Eigentümergrundschuld. Insofern bieten die Genußscheine keinen Vorteil vor den c. b. Überhaupt ist nicht einzusehen, warum gerade die Genußscheine unter den von W. aufgestellten Bedingungen als Kapitalbeschaffungsmittel dienen sollen. Es ist natürlicher, entweder im Falle 1 a Obligationen mit denselben Rechten wie die von W. vorgeschlagenen auszustatten; der Punkt 3 erledigt sich dann von selbst. Punkt 2 müßte allerdings fallen gelassen werden, was auch bei hypothekarischer Sicherung der Obligation unerheblich ist. Oder im Falle 1 b

10) Wertheimer L. „Amerikanische und deutsche Finanzierungsformen" i Frankfurter Zeitung Nr. 536 v. 20. 7. 1924.

werden Vorzugsaktien unter denselben von W. vorgeschlagenen Bedingungen ausgegeben, die auch mit einem Vorrecht auf den Liquidationserlös ausgestattet werden können. Dann wird Punkt 3 hinfällig, weil die Rechte der Aktionäre von Natur aus weitergehend sind als die der Obligationäre. Sicher erscheint, daß nicht Genußscheine, sondern mit entsprechenden Rechten ausgestattete Vorzugsaktien bezw. Gewinnobligationen, die W. in seinem Artikel später ebenfalls vorschlägt, wegen ihrer größeren Popularität vor allem in jenen Kreisen, die überhaupt nicht wissen, um was es sich bei Genußscheinen handelt, den Vorzug verdienen. Ob unter den angegebenen Verhältnissen eine Finanzierung mit Hilfe von Vorzugsaktien möglich ist, ist schon gezeigt worden; ob eine solche mit Hilfe von Gewinnobligationen ratsam erscheint, werden wir noch zu untersuchen haben.

bb) Zinsersparnis gegenüber anderen Finanzierungsmitteln.

Das Ergebnis unserer Ausführungen zeigt, daß eine Kapitalbeschaffung mit Hilfe von Aktien oder Genußscheinen nicht in allen Fällen möglich ist. Da wird man also zur Finanzierung mit Hilfe von Obligationen schreiten müssen. Auch dann kommt eine Obligationenausgabe in Betracht, wenn eine Kapitalbeschaffung mit Hilfe von Aktien wohl möglich ist, jedoch nicht angebracht erscheint. In Zeiten guter Rentabilität der Unternehmung oder günstiger Lage des Kapitalmarktes wird es nicht schwer sein, eine einfache Obligationenemission zu plazieren, anders jedoch bei ungünstigem Kapitalmarkt und mangelnder Rentabilität der Unternehmung. Da wird man gezwungen sein, die Obligation mit einem besonderen Reizmittel auszustatten. Ein solches besteht in erster Linie in einer hohen Effektivverzinsung. Versieht man die Obligation mit irgendwelchen Zusatzrechten, wie dem Recht auf Bezug von Aktien (bei den Bezugsrechtsobligationen) oder auf gleitende Verzinsung (bei den Gewinnobligationen, wobei der garantierte Zinssatz niedriger sein wird als der sonst für Obligationen gleicher Art gewährte) oder auf Umwandlung von Aktien (bei den c. b.), so wird es möglich sein, die Anleihe zu einem niedrigeren Zinssatz unterzubringen. Für welche dieser drei Obligationsarten sich die kapitalbedürftige Gesellschaft jeweils entscheidet, wird von dem individuellen wirtschaftlichen Verhältnissen der Unternehmung abhängen. In Hinsicht auf den Konjunkturverlauf kommt eine Ausgabe von c. b. demnach in Betracht

1. wenn Aktien nicht absetzbar sind, also in Zeiten der Krise,
2. wenn gewöhnliche Obligationen nicht oder nur schwer absetzbar sind, also in Zeiten der ersten Krise vor Eintreten der Liquidität.

Der Vorteil für die emittierende Gesellschaft liegt also darin, daß sie sich mit Hilfe von Obligationen mit Zusatzrechten, also auch c. b.,

auf dem Kapitalmarkte Mittel beschaffen kann, die sie unter Umständen sonst überhaupt nicht oder nur zu einem höheren Zinsfuß hätte erhalten können.

An einem konkreten Beispiel versucht Heymann[11]) diese Tatsache zu beweisen. Er stellt die Ergebnisse

1. einer Aktienemission,
2. einer einfachen Bondsemission,
3. einer c. b.-Emission

einander gegenüber. Voraussetzung ist dabei für den Fall 2 und 3, daß drei Jahre nach der Emission keine Obligationen mehr vorhanden sind, d. h. also die c. b. bis dahin umgetauscht und die einfachen Obligationen durch die Mittel einer später vorzunehmenden Kapitalerhöhung abgelöst worden sind. Er kommt dabei zu folgenden Ergebnissen:

„1. Aktienemission.

1 000 000 Aktien zu pari		Ertrag M.	1 000 000.—
das Kapital rentiere sich zu 6% netto jährlich	60 000.—		
jährlich			
5% Dividende auf 1 000 000	50 000.—		
für 3 Jahre Überschuß	3 . 10 000.—	M.	30 000.—
		Gesamtertrag M.	1 030 000.—

2. Obligationenausgabe.

1 150 000 Obligationen zu 95%		Ertrag M.	1 092 500.—
6% Rente wie bei 1. jährlich	65 550.—		
4% Zinsen auf 1 150.000.— jährlich	46 000.—		
für 3 Jahre Überschuß	3 . 19 550.—	M.	58 650.—
1 000 000 Aktien zu 115% Ertrag 1 150 000.—; zur Rückzahlung der Obligationen 1 150 000.—			
		Gesamtertrag M.	1 151 150.—

3. Konvertible Bonds-Ausgabe.

1 150 000 Obligationen zu pari		Ertrag M.	1 150 000.—
6% Rente wie bei 1. und 2. jährlich	69 000.—		
4% Zinsen auf 1 150 000.—	46 000.—		
für 3 Jahre Überschuß	3 . 23 000.—	M.	69 000.—
		Gesamtertrag M.	1 219 000.—

11) Heymann a. a. O. S. 93 f.

In allen drei Fällen soll nach Ablauf von drei Jahren lediglich das entsprechende Aktienkapital ausstehen. Der Erlös für diesen Betrag ist unter Berücksichtigung des in diesen drei Jahren „aus dem Unterschied zwischen Rente und Verzinsung" verbleibenden Überschusses bei

1. M. 1 030 000.— oder 3 % Agio
2. „ 1 151 150.— „ 15,1% „
3. „ 1 219 000.— „ 21,9% „

Hieraus gehen die finanziellen Vorteile, welche die Konvertible Bonds den Aktiengesellschaften bieten können, mit aller Deutlichkeit hervor."

Es scheint jedoch, daß Heymann von falschen Praemissen ausgeht. Es ist notwendig, daß er bei seinen Ausführungen eine Rentabilität des Aktienkapitals in bestimmter Höhe bis zur Vornahme einer der drei Emissionen voraussetzt. Wir wollen eine Rentabilität von mindestens 5% voraussetzen. Diese Annahme scheint berechtigt zu sein, denn die Zuführung neuer Mittel wird nicht eine Rentabilität von 6% auf das gesamte investierte Kapital bewirken, wenn vorher die Rentabilität geringer als 5% war. Wenn es aber nach drei Jahren möglich sein soll, bei 6% Ertrag die Aktien zu 115% auszugeben, dann wird man auch jetzt die Aktienemission zu einem höheren Kurse als pari, nämlich zu 115% vornehmen können. Der Ertrag der von Heymann konstruierten Aktienemission wird also um RM. 150 000.— höher angesetzt werden müssen.

Ein Gedanke scheint dem Verfasser an Heymanns Überlegungen richtig zu sein, nämlich daß die c. b. eine niedrigere Verzinsung erheischen als die gewöhnlichen Obligationen. Für beide Arten setzt er eine Nominalverzinsung von 4% an, für die gewöhnlichen Obligationen ergibt sich jedoch eine höhere Effektivverzinsung als für die c. b., da er erstere mit einem Disagio von 5% emittiert.

Im übrigen geht H. jedoch, wie die obigen Ausführungen zeigen, von unrichtigen Prämissen aus.

Eine Gesellschaft kann zur Zeit des Umtausches bei hohem Aktienkurse gezwungen sein, gewissermaßen Mittel zu verschenken. Gegen Hereinnahme von c. b. muß sie Aktien hergeben, die sie anderenfalls zu höheren Kursen emittieren könnte. Diesen Verlusten kann sie jedoch durch Verheimlichung von Gewinnen aus dem Wege gehen. Das ist ohne Zweifel ein Vorteil für die emittierende Gesellschaft.

b) Nachteile.

aa) Vermögenseinbuße durch Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre.

Bei einer Emission von c. b. ergibt sich für die emittierende Gesellschaft der Kardinal-Nachteil daraus, daß sie bei Überschreiten der

Kursparität zur Zeit des Umtausches indirekt Mittel zu verschenken gezwungen ist. Ein Beispiel möge uns das klarmachen.

Voraussetzung sei wieder ein Umtauschverhältnis 1 : 1 und ein Umtauschkurs von 100. Zur Zeit des Umtausches stehe der Börsenkurs der Aktien auf 130. Die Besitzer der c. b. werden also den Umtausch wählen. Der Umtausch bedeutet für sie ein gutes Geschäft auf Kosten der Aktionäre. Die Gesellschaft könnte, wenn sie nicht zum Umtausch der c. b. in Aktien gezwungen wäre, neue Aktien zu einem Kurse von 120 emittieren, verliert also an jeder gegen c. b. ausgegebenen Aktie 20%.

Man könnte dagegen einwenden, es wäre der Gesellschaft nicht möglich gewesen, im Zeitpunkte der Ausgabe der c. b. bei ihrer Aktienemission einen gleichen Ausgabekurs zu erzielen bezw. eine Emission überhaupt vorzunehmen, da damals der Aktienkurs unter pari notierte. Dieser Zeitpunkt sei jedoch entscheidend, da damals das Kapitalbedürfnis befriedigt werden mußte. Immerhin bedeutet es doch für die Gesellschaft einen nicht geringen Nachteil, wenn sie für die Befriedigung ihres Kapitalbedürfnisses einen so unverhältnismäßig hohen Preis bezahlen muß. Wahrscheinlich wäre für sie eine einfache Obligationenausgabe mit etwas höherer Verzinsung vorteilhafter gewesen.

bb) Ungewißheit über die spätere Vornahme des Umtausches.

Weiter wirkt sich für die Gesellschaft der Umstand nachteilig aus, daß sie in der Zeit von der Ausgabe der Bonds bis zum Ablauf der Umtauschfrist in einer gewissen Ungewißheit über den Umtausch schwebt. Ein Umtausch wird ihr dann willkommen sein, wenn sie sich von der festen Zinslast befreien will. Aber gerade in diesem Falle werden die Obligationäre von dem Recht des Umtausches kaum Gebrauch machen, denn bei in Frage stehender Rentabilität der Gesellschaftsanteile wird niemand freiwillig das Aktionärrisiko gegen Hingabe einer Zinsgarantie auf sich nehmen wollen.

cc) Behinderung in der Vornahme von Finanzierungstransaktionen zwischen Emission und Umtauschzeit.

Ein letzter Nachteil ist durch unsere Gesetzgebung bedingt. Falls das Unternehmen die Ausgabe der c. b. nicht mit Hilfe von Vorratsaktien, sondern über § 279 HGB [12]) vorgenommen hat, so kann es zweifelhaft sein, ob es in der Zeit zwischen Emission und Konversion weitere Finanzierungstransaktionen vornehmen kann. Denn der in das Handelsregister eingetragene Beschluß auf Erhöhung des Grundkapitals ist noch nicht durchgeführt worden und kann auch noch nicht durchgeführt werden. Diese Schwierigkeit wäre aber dadurch zu um-

12) s. Kap. IX, 1 dieser Abhandlung.

gehen, daß der Beschluß im Handelsregister gelöscht wird. Dann könnte die neue Finanzierungstransaktion vorgenommen und nach deren Beendigung der alte Erhöhungsbeschluß wieder eingetragen werden.

3. Auf die alten Aktionäre.

Man darf die Gesamtheit der alten Aktionäre für unsere Untersuchung nicht mit der emittierenden Gesellschaft indentifizieren. Wenn die c. b. nicht den alten Aktionären zum Bezuge angeboten werden und die Inhaber der c. b. infolge der Vornahme des Umtausches zu neuen Aktionären werden, so besteht von diesem Augenblick an die emittierende Gesellschaft nicht mehr aus der Gesamtheit der alten Aktionäre. — Die neuen Aktionäre können Vorteile auf Kosten der alten Aktionären erzielen. Für die emittierende Gesellschaft braucht ein Vor- oder Nachteil damit nicht verbunden zu sein.

Für die alten Aktionäre ergibt sich aus der Ausgabe von c. b. eigentlich kein direkter Vorteil. Der einzige in Frage kommende Vorteil, der allerdings von eminenter Bedeutung ist, wäre höchstens der, daß zur Zeit der Ausgabe die benötigten Mittel überhaupt nicht oder nur zu ungünstigeren Bedingungen hätten hereingenommen werden können.

Der Nachteil für sie liegt in der Möglichkeit, daß bei hohem Börsenkurse der Aktien zur Zeit des Umtausches die Inhaber der Bonds auf ihre Kosten einen mehr oder weniger hohen Gewinn, je nach dem Stande des Börsenkurses, erzielen. Dies ist der gleiche Fall, der bei einer Ausgabe neuer Aktien eintritt: der Kurs der Aktien sinkt. Der Aktionär erleidet bei einer Kapitalerhöhung keinen Nachteil, wenn ihm die Aktien zum Bezuge angeboten werden. Bei einem Umtausch gegen c. b. erhält jedoch nicht er die Aktie, sondern der Obligationär, der damit zum Aktionär wird. Und hierdurch erleidet der alte Aktionär einen Verlust.

Auch diesen Fall möge uns ein Beispiel klarmachen. Wir nehmen abermals einen Umtauschkurs von 100 und ein Umtauschverhältnis von 1 : 1 an. Zur Zeit des Umtausches stehe der Aktienkurs auf 130; die Anleihe sei in einem Betrage aufgenommen worden, der die Hälfte des Aktienkapitals ausmacht. Dadurch wird eine Kapitalerhöhung im Verhältnis 2 : 1 notwendig.

Die Obligationäre werden von ihrem Recht auf Konversion Gebrauch machen, da sie hierdurch in der Lage sind, einen Gewinn zu erzielen. Der Aktienkurs wird infolgedessen auf 120 sinken. Die Aktionäre erleiden nicht nur den Verlust von 10 Punkten pro Aktie, überdies verringert sich ihr Mitbestimmungsrecht an der Gesellschaft infolge der neu hinzukommenden Stimmrechte. Unter der Annahme, daß nur Stammaktien vorhanden sind, haben sie nur noch $^2/_3$ Herrsch-

gewalt über die Gesellschaft, allerdings auch nur ein reduziertes Verlustrisiko.

Dieser Nachteil kann jedoch behoben werden, indem den Aktionären ein Bezugsrecht auf die c. b. bei deren Ausgabe eingeräumt wird. Ein dahingehender Vorschlag ist von Kalisch[13]) gemacht worden. Er ist der Ansicht, „daß einem Bezugsrecht der Aktionäre bei der Ausgabe von Convertibles Geist und Sinn unseres Aktienrechts entspricht. Denn in der Umtauschschuldverschreibung ist doch der Keim einer Aktie schon enthalten. Wer einen Bond erwirbt, hat damit schon eine gewisse Anwartschaft auf Aktionärstellung erworben. Wenn etwas da ist, woraus eine Aktie erwachsen soll, dann muß der Aktionär ein Bezugsrecht darauf haben". Weiter stellt er das Postulat auf, daß dieses Bezugsrecht in der kommenden Gesetzgebung als zwingendes Recht gestaltet werden soll, das selbst durch Mehrheitsbeschluß in der Generalversammlung nicht ausgeschlossen werden kann.

Auf einen Vorteil für die Aktionäre weist Esch[14]) hin, der aber, wie wir noch sehen werden, nur durch einen vorhergegangenen Nachteil erkauft werden kann. Diese Tatsache wird von Esch nicht berücksichtigt. Er vergleicht zwei Gesellschaften mit demselben Aktienkapital, von denen die eine (A) eine Wandelanleihe, die andere (B) eine gewöhnliche Anleihe, beide in demselben Betrage (Dollar 300 000.—), aufnimmt. Bei der Gesellschaft A machen die Inhaber der c. b. von ihrem Recht auf Umwandlung Gebrauch, wodurch sich bei einem von Esch angenommenen Umtauschverhältnis von 15 : 10 das Aktienkapital der betreffenden Gesellschaft um Dollar 200 000.— und nicht, wie Esch annimmt, um Dollar 300 000.— erhöht. Infolge „sinkender Konjunktur" soll nun das gesamte investierte Kapital nur noch eine sehr geringe Rentabilität aufweisen (bei den beiden Gesellschaften). Dadurch, daß sich die Gesellschaft A infolge der Umwandlung der c. b. in Aktien von ihrer festen Zinslast befreien konnte, die Gesellschaft B hingegen nicht, weist sie einen höheren Reingewinn auf als A, so daß es ihr möglich ist, eine höhere Dividende auszuschütten (bei Esch zahlenmäßig errechnet: 3% gegenüber 1,8%. Diese Zahlen sind jedoch infolge des oben nachgewiesenen Fehlers falsch und müßten lauten: 3,43% gegenüber 1,8%). Der Gedankengang ist soweit richtig. Nur blieb unberücksichtigt, daß die alten Aktionäre der Gesellschaft A infolge des vorgenommenen Umtausches wohl jetzt eine höhere Dividende erhalten, sich früher dafür aber eine Benachteiligung haben gefallen lassen müssen, durch die unter Umständen dieser Vorteil wieder aufgehoben wird. Denn ein Umtausch wird nur vorgenommen worden sein, wenn zur Zeit des Umtausches die Dividende

13) Kalisch a. a. O.

14) Esch F., „Die Hauptarten der amerikanischen Bonds unter besonderer Berücksichtigung der Convertible Bonds und die Einführung der letzteren in Deutschland" Diss. Erlangen 1928, S. 48 f.

eine höhere war als die Verzinsung der c. b. und dadurch auch die Gewinnschwelle überschritten wurde. Dafür ist dann für die alten Aktionäre in den der Umtauschfrist folgenden guten Jahren, die später natürlich auch einmal wiederkommen können, ein Nachteil entstanden. Die Gesellschaft B hat dann (immer unter der Voraussetzung der Erzielung eines gleich hohen Gewinnes) eine höhere Dividende verteilen können. Außerdem haben die Aktionäre der Gesellschaft A durch Einbuße am Aktienkurs einen Nachteil erlitten, da ja die Gewinnschwelle überschritten wurde.

Wir sehen also, daß der von Esch konstruierte Vorteil nur schwer einer Kritik standhalten kann. Er wird stets mit einem Nachteil für die alten Aktionäre verbunden sein, und ob Vorteil oder Nachteil größer sind, wird von Fall zu Fall verschieden sein. Eine Inkonsequenz in den Betrachtungen Eschs liegt jedoch darin,, daß sich in Zeiten guter Rentabilität des Unternehmens dieser Vorteil immer in einen Nachteil umwandelt. Der besprochene Fall kann demnach ebensogut ein Nachteil wie ein Vorteil für die Gesellschaft sein.

IX. *Emission von Convertible Bonds in rechtlicher Beziehung.*

1. de lege lata.

a) Neuschaffung von Vorratsaktien.

Bei einer Emission von c. b. ergeben sich in Deutschland Schwierigkeiten in rechtlicher Beziehung. Das HGB hat im Gegensatz zur nordamerikanischen Rechtssetzung eine Regelung über die Ausgabe dieser Obligationsart nicht getroffen. Diese Tatsache ist darauf zurückzuführen, daß die c. b. eben bis zur Nachinflationszeit ein in Deutschland unbekanntes Gebilde waren. Aus diesem Grunde ergibt sich die Frage, auf welchem Wege eine Emission von c. b. vorgenommen werden kann, ohne daß gegen die bestehenden Bestimmungen des HGB verstoßen wird.

Wir wollen die rechtlichen Probleme im folgenden in aller Kürze behandeln und die Schwierigkeiten zeigen, die mit einer Ausgabe von c. b. verknüpft sind. Auf alle Einzelheiten einzugehen, verbietet der Rahmen dieser Arbeit und die Tatsache, daß über diese Probleme bereits tiefdringende Arbeiten vorliegen[1]).

Vor allem können die Probleme nicht behandelt werden, die sich beim Vorhandensein oder der Neuschaffung von Vorratsaktien im Zeitpunkte der Ausgabe der c. b. ergeben[2]). Durch die in der Ver-

1) vergl. bes Rasch, H., a. a. O. und Walther G. v. a. a. O.

2) vergl. dagegen Dallwig, Kurt a. a. O. S. 76 ff. Rasch H. a. a. O.; Walther G. v. a. a. O.; Hachenburg-Flechtheim, „Empfehlen sich Aenderungen der

ordnung des Reichspräsidenten über Aktienrecht, Bankenaufsicht und über eine Steueramnestie vom 19. September 1931 getroffene Änderung des § 226 HGB, nach der eigene Aktien nur bis zehn vom Hundert des Grundkapitals und nur zur Abwendung eines schweren Schadens von der Gesellschaft erworben werden dürfen, ist eine Untersuchung in dieser Hinsicht hinfällig geworden. Es ist jetzt ganz eindeutig ein Umtausch auf solche Weise unmöglich.

Infolgedessen gilt es zu untersuchen, ob eine Neuschaffung von Vorratsakien im Zeitpunkte des Umtausches bezw. kurz vorher rechtlich möglich ist. Mit dem Erwerb der Schuldverschreibungen haben deren Inhaber ein Forderungsrecht gegen die emittierende Gesellschaft verlangt. Die Aufrechnung dieser Forderung müßte als Sacheinlage gem. § 279 HGB angesehen werden. „Daß eine Sacheinlage durch Aufrechnung möglich ist, ist unbestritten“[3]).

In diesem Falle wäre in der Weise vorzugehen, daß bei der beabsichtigten Emission einer convertiblen Anleihe die AG eine Generalversammlung einberuft, die eine Erhöhung des Grundkapitals unter Ausschluß des gesetzlichen Bezugsrechtes der Aktionäre um einen Betrag bis zur Höhe beschließt, der zur Konversion notwendig ist[4]). Um den gesetzlichen Vorschriften zu genügen, wird dieser Erhöhungsbeschluß der AG zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet. Dieser Beschluß soll vorläufig sein, d. h. die Erhöhung selbst erfolgt nicht sofort, sondern erst in dem Zeitpunkte des Umtausches Zug um Zug. Hierdurch werden die zur Konversion nötigen Aktien geschaffen.

Die Durchführung des Beschlusses überläßt die Generalversammlung also dem Vorstande oder dem Aufsichtsrat oder beiden zusammen. Hierdurch wird erreicht, wie Walther[5]) ausführt, daß nicht der Vorstand oder der Aufsichtsrat die Satzungsänderung, die mit einer Kapitalerhöhung naturgemäß verbunden ist (nach § 182 HGB muß der Gesellschaftsvertrag u. a. die Höhe des Grundkapitals bestimmen), vornimmt. Dies ist ausschließlich der Generalversammlung und zwar nur mit qualifizierter Mehrheit, wenn die Satzungen nichts anderes be-

---

Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften“, Vortrag gehalten auf dem 33. Deutschen Juristentag, abgedruckt im B. A. XXIV, S. 238 ff.; Kalisch H., „Licht- und Schattenseiten der Convertible Bonds“ i. Frankfurter Zeitung Nr. 840 v. 9. 11. 1924; Netter O.; „Convertible Bonds nach geltendem Recht“ i. B. A. XXIV, S. 259 ff.; Sintenis G., „Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht“ i. B. A. XXVI S. 52 ff.; Bernicken, „Bedarf es zur Einführung der Convertible Bonds einer Aenderung des Aktienrechts?“ i. Frankfurter Zeitg. Nr. 809 v. 29. 10. 1924; Fleischer W., „Neue Obligationstypen“ i. Bankwissenschaft Jhrg. 1926, S. 59 ff.; Solmssen G., „Die Beschaffung von Krediten im Auslande“ i. B. A. XXIV, S. 311 ff.; Brodmann, „Convertible Bonds und Aktie“ i. B. A. XXVI, S. 311 ff.

3) Walther a. a. O. S. 20.

4) Rasch a. a. O. S. 22 ff., Walther a. a. O. S. 16 ff.

5) Walther a. a. O. S. 20.

stimmen, möglich. Vielmehr beschließt die Generalversammlung die Satzungsänderung, und der Vorstand bezw. der Aufsichtsrat führt dann den Beschluß durch.

Rasch[6]) schlägt dann weiter vor, daß nach dem Zustandekommen des Generalversammlungsbeschlusses auf Erhöhung des Grundkapitals die Gesellschaft mit einem Treuhänder, dessen Hilfe für die Durchführung der ganzen Finanzierungstransaktion notwendig ist, einen „Aktienübernahmevertrag" abschließt. In diesem wird festgelegt, daß die Schuldverschreibungen bei ihm eingereicht werden müssen. Er verpflichtet sich, im Betrage der eingereichten Bonds Aktien der Gesellschaft zu zeichnen und verwahrt vorläufig die bei ihm eingereichten Papiere. Ferner muß ein „Aktienbindungsvertrag" abgeschlossen werden, in dem sich der Treuhänder verpflichtet, den Einreichern der Schuldverschreibungen die erhaltenen Aktienurkunden auszuliefern. Die AG ihrerseits hat die Verpflichtung zu übernehmen, die Zeichnung des Treuhänders und die Schuldverschreibungen als Sacheinlage auf die Erhöhung des Grundkapitals entgegenzunehmen.

Rechtspolitische Einwände gegen diese Art des Verfahrens dürften nicht zu erheben sein[7]). Auch die Praxis hat diesen Weg bereits beschritten[8]). Es ist übrigens noch zu bemerken, daß es rechtlich gleichgültig ist, ob der Beschluß auf Erhöhung des Grundkapitals schon bei Ausgabe der c. b. oder erst kurz vor Beginn der Umtauschfrist gefaßt wird. Nur psychologische Gründe dürften für die erstere Alternative sprechen, da sich in diesem Falle die Inhaber der c. b. in Bezug auf die Erfüllung ihres Umtauschanspruches gesicherter fühlen werden, als wenn ein Erhöhungsbeschluß überhaupt noch nicht vorliegt.

Daß sich aber bei dem hier behandelten Verfahren trotz der Rechtsgültigkeit Schwierigkeiten ergeben können, sollen die folgenden Ausführungen zeigen.

Wenn die Umtauschfrist von langer Dauer ist und die c. b. während dieser Zeit ganz unregelmäßig sowohl in Bezug auf die Zeit als auch auf den Betrag eingereicht werden, so müßte die Gesellschaft für jeden Einreicher von Schuldverschreibungen das umständliche Verfahren der jedesmaligen Eintragung in das Handelsregister vornehmen. Diese Schwierigkeit läßt sich jedoch durch die Aufnahme einer Bestimmung in dem Anleihevertrage aus dem Wege räumen, daß nur an bestimmten Zeitpunkten während der Umtauschfrist entsprechend den eingereichten Beträgen von c. b. eine Eintragung in das Handelsregister vorgenommen wird, etwa vierteljährlich, und die Obligationäre sich bis zu diesem Zeitpunkte mit der Hereinnahme der Aktien gedulden müssen. Einen anderen Vorschlag machen Hachenburg-Flechtheim[9]), die es

6) Rasch a. a. O. S. 23 f.
7) Rasch a. a. O. S. 39; Walther a. a. O. S. 19.
8) Ausgabe der Lingner-Werke A. G. Dresden.
9) Hachenburg-Flechtheim a. a. O. S. 24 ff.

für ratsam halten, immer dann eine Eintragung vorzunehmen, wenn ein bestimmter Betrag von Schuldverschreibungen bei dem Treuhänder eingereicht worden ist. Die Vorteile des Aktientausches, insbesondere den Gewinnanteil und ev. auch das Stimmrecht soll der Gläubiger schon vorher erhalten. Dieser Weg erscheint aber weniger zweckmäßig, da es sich ereignen kann, daß zeitweise nur geringe Beträge von Schuldverschreibungen eingereicht werden. In diesem Falle müßte der Obligationär unter Umständen übermäßig lange warten, bis er in den Besitz seiner Aktie kommt. Im Grunde genommen ist es jedoch rechtlich gleichgültig, ob dieser oder jener Weg beschritten wird.

Eine weitere Schwierigkeit liegt in der Unsicherheit darüber, ob nicht eine spätere Generalversammlung den ersten Beschluß auf Erhöhung des Grundkapitals trotz Eintragung in das Handelsregister wieder umstößt bezw. einen solchen Beschluß überhaupt nicht faßt[10]). Der Gesellschaft würde es dadurch unmöglich gemacht, ihren in den Anleihebedingungen übernommenen Verpflichtungen auf Umtausch nachzukommen. Es ist der souveränen Generalversammlung sehr wohl möglich, einen Beschluß wieder aufzuheben, auch wenn dadurch die Recht Dritter verletzt werden.

Hierbei handelt es sich jedoch um einen Fall, der in praxi kaum vorkommen dürfte. Die Obligationäre hätten dann einen Schadensersatzanspruch gegen die Gesellschaft. Wenn die Obligationäre diesen geltend machten, würden die in der Generalversammlung organisierten Aktionäre mehr geschädigt, als wenn sie den früher gefaßten Beschluß aufrecht erhielten. Besonders wird das immer dann der Fall sein, wenn die Gesellschaft in ihren Anleihebedingungen die Verpflichtung zur Zahlung eines Reugeldes für die Fälle übernommen hat, daß sie an der Schaffung der benötigten Aktien gehindert werden sollte. Eine ähnliche Bestimmung enthielten die Anleihebedingungen der Ufa, die bei der Ausgabe der c. b. noch gar keinen Generalversammlungsbeschluß über die Erhöhung des Grundkapitals herbeigeführt hatte. Es hieß in den Bedingungen:

„Sollte die Generalversammlung ihre erforderliche Zustimmung zu der Ausgabe der zum Umtausch benötigten Aktien verweigern oder sollte die Schuldnerin durch sonstige gesetzliche Gründe an deren Schaffung behindert sein, so wird sie die Teilschuldverschreibungen . . . zum Kurse von 130% einlösen".

Ein gleicher Passus kann natürlich in den Anleihebedingungen auch für den Fall aufgenommen werden, daß eine spätere Generalversammlung den bereits gefaßten und in das Handelsregister eingetragenen Beschluß auf Erhöhung des Grundkapitals wieder umstoßen sollte. Eine solche Vorschrift bedeutet, wie erwähnt, nichts anderes als eine indirekte Bindung der Generalversammlung. —

10) Brodmann a. a. O. S. 312; Fleischer a. a. O. S. 60; Sintenis a. a. O. S. 55,; Rasch a. a. O. S. 40.

b) Unterpariausgabe von Aktien mit Hilfe von Convertible Bonds.

Zum Abschluß dieses Abschnitts sei noch ein letztes Problem behandelt, das in der juristischen Literatur erörtert worden ist: die Gefahr der Unterpari-Ausgabe von Aktien mit Hilfe von c.b. Man hat überlegt, ob nicht die Ausgabe von c. b. mindestens zu pari gefordert werden müsse, weil sonst, wenn der Umtausch in Aktien vorgenommen wird, materiell eine Unterpariemission vorliege. In der Prais wird es in der Regel auch so sein, daß die Schuldverschreibungen mit einem mehr oder weniger hohem Disagio emittiert werden. Ist dann ein Umtausch möglich, ohne daß gegen § 184 HGB (Verbot der Unterpariausgabe von Aktien) verstoßen wird?

Rasch[11]) vertritt den Standpunkt, daß nicht der für die Schuldverschreibung erzielte Erlös, sondern die Forderung des Gläubigers, von der sich die Schuldnerin befreit, maßgebend sei, d. h. wenn auch eine Schuldverschreibung zum Kurse von 95 emittiert worden ist, so bedeutet das trotzdem nichts anderes, als daß die Gesellschaft beim Umtausch von einer Forderung im Betrage von RM. 1 000.— (bei einem in dieser Höhe angenommenen Nennbetrag), die gegen sie besteht, befreit wird. Ob die Schuldnerin früher einmal nur RM. 950.— erhalten hat, ist dabei unwesentlich.

Anders liegt der Fall dann, wenn offensichtlich der § 184 HGB umgangen werden soll, z. B. Schuldverschreibungen mit normalem Zinsfuß zu 75 ausgegeben werden bei einem Umtauschverhältnis 1 : 1. Hier vertritt Rasch[12]) den Standpunkt, ein solcher Beschluß wäre „als gegen zwingende, im öffentlichen Interesse gegebene Vorschriften verstoßend zweifellos nichtig, der Registerrichter nicht verpflichtet noch berechtigt, ihn einzutragen". Mit der Eintragung der erfolgten Erhöhung kann jedoch nach Ansicht Raschs die Nichtigkeit des Kapitalerhöhungsbeschlusses geheilt werden.

Hachenburg-Flechtheim[13]) sowie Sintenis[14]) schließen sich dieser Meinung Raschs im großen und ganzen an, fügen aber noch hinzu, daß nach ihrer Ansicht von einer Unterpariemission auch dann gesprochen werden müsse, wenn den Gläubigern gestattet würde, ihre Aktien in einem günstigeren Verhältnis als 1 : 1 einzutauschen. Es sei nicht angängig, wenn der Gläubiger für z. B. RM. 800.— c. b. eine Aktie über RM. 1000.— erhielte.

---

11) Rasch a. a. O. S. 33.
12 Rasch a. a. O. S. 34.
13) Hachenburg-Flechtheim a. a. O. S. 28.
14) Sintenis a. a. O. S. 54.

2. *de lege ferenda.*

Sowohl der Fragebogen des Reichsjustizministeriums über die Reform des Aktienrechts vom Jahre 1929[15]) als auch der auf diesen Fragebogen hin vorgelegte Gesetzentwurf[16]) unterziehen den c. b. einer, wenn auch nicht sehr eingehenden Betrachtung, hingegen nicht die Notverordnung über Aktienrecht usw. vom 19. September 1931. Schon der Fragebogen geht nicht auf alle Schwierigkeiten ein, die sich bei der Ausgabe von c. b. nach dem geltenden bezw. vor dem 1. Okt. 1931 geltenden Recht ergeben, und infolgedessen werden in dem im Jahre 1930 erschienenen Entwurf auch nicht alle die Punkte berücksichtigt, die zur Überwindung der bestehenden Schwierigkeiten beitragen bezw. diese beseitigen könnten.

Es sind hauptsächlich acht Punkte, über die das Reichsjustizministerium Aufklärung forderte, nämlich

1. die Frage der Ergänzung des § 283 HGB nach der Richtung, daß Dritten ein Bezugsrecht (das Umtauschrecht ist ja mit einem Bezugsrecht verbunden) eingeräumt und die Erhöhung erst später und ev. teilweise durchgeführt werden soll.
2. Die Frage der Notwendigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses über Ausgabe von c. b. mit der für Kapitalerhöhungen erforderlichen Mehrheit, Erfordernis der Zustimmung der Umtauschberechtigten für die Aufhebung der Beschlußfassung und Wirkung eines entgegenstehenden Beschlusses der Generalversammlung.
3. Die Frage des Zwangsinhaltes des Beschlusses bezüglich des Bezugspreises (Umtauschkurses) und des Hinfälligwerdens des Erhöhungsbeschlusses im Falle der Nichteintragung der erfolgten Erhöhung des Grundkapitals bis zu einem vorher bestimmten Termin.
4. Die Frage der Begrenzung des Gesamtnennwertes der neuen im Verhältnis zu den alten Aktien.
5. Die Frage des formal-rechtlichen Verfahrens bei der Anmeldung und Durchführung der Kapitalerhöhung (Anmeldung des Beschlusses durch Vorstand oder Aufsichtsrat, Entbehrlichkeit oder Notwendigkeit eines Zeichnungsscheines, Anmeldung der durchgeführten Kapitalerhöhung nur durch den Vorstand und Zeitpunkt derselben).
6. Die Frage der Aufklärungspflicht der Gesellschaft im Geschäftsbericht über den Betrag der umgetauschten c. b.

---

15) Reichsjustizministerium III a, 403/29, Reform des Aktienrechts, Fragenbogen II („Kapitalbasis der Aktiengesellschaft"), Fragen 55–99.

16) Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien sowie Entwurf eines Ausführungsgesetzes nebst erläuternden Bemerkungen, veröffentlicht durch das Reichsjustizmnisterium, Berlin 1930.

7. Die Frage der Unterpariemission, Aufrechnung der Forderung als Sacheinlage.
8. Die Frage der weiteren Kapitalerhöhung vor voller Einzahlung des bisherigen Kapitals.

Der Gesetzgeber hat sich im § 157 des neuen Entwurfes für die Einführung der c. b. in Deutschland entschlossen und ermöglicht zur Erleichterung ihrer Ausgabe die bedingte Kapitalerhöhung. Zu den einzelnen Fragen nimmt er wie folgt Stellung:

ad 1.

Gemäß § 157, 2 ist die Gewährung von Bezugsaktien an die Inhaber von Schuldverschreibungen, die von der Gesellschaft ausgegeben worden sind oder ausgegeben werden, zulässig. Wird ein Bezugs- oder Umtauschrecht eingeräumt, so kann die Erhöhung gemäß § 157, 1 erst in dem Zeitpunkte oder nur soweit zur Durchführung gelangen, als von dem Recht Gebrauch gemacht wird (bedingte Kapitalerhöhung).

Die Kommission des Deutschen Juristentages hatte einen gleichlautenden Vorschlag gemacht. Auch vom Deutschen Anwaltverein[17]) wurde die Zulassung der bedingten Kapitalerhöhung empfohlen, da die Erfahrungen, die man mit c. b. in Deutschland gemacht habe, als günstig zu bezeichnen seien. Aus diesem Grunde wurde der Ergänzung des § 283 HGB in der oben dargelegten Richtung zugestimmt. Ebenfalls hielt der Deutsche Industrie- und Handelstag[18]) die Änderung des § 283 HGB in diesem Sinne für zweckentsprechend, um die c. b. bezw. deren Einführung nach Deutschland gesetzlich zu erfassen. „denn die Zulassung möglichst vieler Formen der Finanzierung ist deshalb zu erstreben, weil hierin ein Anreiz zur Kapitalanlage liegt". In einem ähnlichen Sinne hatte sich die amtliche Enquete zur Vorbereitung der Reform des Aktienrechts[19]) ausgesprochen, die darlegte, „die reichere Ausgestaltung der Kapitalisierungsmöglichkeiten der AG braucht nicht notwendig die Grundsätze unserer Regelung zu tangieren. Man kann für die Kanäle, aus denen uns fremdes Geld im Bedarfsfalle zufließen soll, Schleusen anlegen, deren Bauwerk aus eben solch festem Gefüge besteht, wie das bisherige Recht darstellt".

Damit wird die Einführung der c. b. nach Deutschland für die Zukunft erleichtert werden. Umgehungen der gesetzlichen Vorschriften wird man nicht mehr vorzunehmen brauchen. Der Weg über vorhandene Vorratsaktien kann, wie an früherer Stelle schon erwähnt, nicht mehr beschritten werden. Nach dem Willen des Gesetzgebers

17) Deutscher Anwaltverein, Druckschrift Nr. 20, „Zur Reform des Aktienrechts, Antworten auf die Fragen des Reichsjustizministers", I. Teil Leipzig 1929, S. 52 ff.

18) Deutsche Wirtschaftszeitung Nr. 18 vom 5. 1. 1931, S. 411 ff. „Zur Aktienrechtsreform".

19) Schmoelder, „Die amtliche Enquete zur Vorbereitung der Reform des Aktienrechts" i. Jur.Wo. 58. Jhrg. II. Bd. S. 1338 ff.

soll die bedingte Kapitalerhöhung überhaupt ein geeigneter Ersatz für die Vorratsaktien sein[20]).

ad 2.

Der Erhöhungsbeschluß bedarf gemäß § 158, 1 einer Mehrheit, die mindestens Dreiviertel des vertretenen Grundkapitals umfaßt. Nach § 165, 2 ist ein dem Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung entgegenstehender Beschluß der Generalversammlung den Bezugsberechtigten gegenüber unwirksam, kann also nur mit deren Zustimmung erfolgen. Diese Bestimmung entspringt dem Gedanken, daß einem c. b. schon bei seiner Geburt die Anwartschaft auf eine Aktie innewohnt. Deshalb muß man der Anregung des Gesetzentwurfes, daß c. b. nur mit Zustimmung der Aktionäre ausgegeben werden dürfen, in jeder Beziehung zustimmen. Daß jeder c. b. schon den Keim der Aktie in sich trägt, ersieht man ohne weiteres schon daraus, daß mit einer Ausgabe immer eine Kapitalerhöhung verbunden sein muß.

Die Kommission des Deutschen Juristentages, der Deutsche Anwaltsverein[21]) sowie der Deutsche Industrie- und Handelstag[22]) befürworteten die qualifizierte Mehrheit für die Beschlußfassung, d. h. für die Ausgabe der c. b. Stark gegen diese Bestimmung polemisiert Sintenis[23]), nach dessen Ansicht ein Besitzer von 15—20% des Aktienkapitals in der Lage sein wird, „das Unternehmen völlig lahmzulegen". Insbesondere denkt er an die Konkurrenten, die sich diese Minorität aneignen könnten. Die Schäden, die bei Annahme seines Vorschlages für die alten Aktionäre eintreten können, scheint er jedoch zu übersehen.

Nach den Vorschlägen der Kommission des Deutschen Juristentages sollte der gefaßte Beschluß auf Grund eines späteren entgegengesetzten nur dann unwirksam werden, wenn in den ersten die Bestimmung ausdrücklich aufgenommen worden ist, daß die Zustimmung der Bezugsberechtigten erforderlich ist. Demgegenüber hat der Deutsche Anwaltverein[24]) den Standpunkt vertreten, daß den Umtauschberechtigten ein unentziehbares Recht einzuräumen sei. Der Gesetzgeber hat sich diesem Vorschlage angeschlossen, um für den Bezugsberechtigten die denkbar größte Sicherheit zu schaffen. „Die neue Rechtseinrichtung dürfte auf diese Weise mehr als die bisherigen auf diesem Gebiete angewandten Methoden geeignet erscheinen, einen Anreiz zur Hergabe von Kapital zu schaffen"[25]). Es ist zu begrüßen, daß jetzt

20) Schlegelberger, „Der Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien", komm. in Jur.Wo. 59. Jhrg. II. Bd. S. 26 17 ff. Kap. II: die Kapitalbasis v. Quassowski).
21) a. a. O. S. 54.
22) a. a. O. S. 412.
23) Sintenis G., „Der Aktienrechtsentwurf" i. B. A. XXIV, S. 461 ff.
24) a. a. O. S. 54
25) Schlegelberger a. a. O. S. 2620.

nach § 165, 2 des Entwurfes ein entgegenstehender Beschluß unwirksam ist, so daß es nicht der Anstrengung einer Anfechtungsklage bedarf, wenn die Obligationäre ihre notwendige Einwilligung nicht gegeben haben. Anderenfalls bestände zu leicht die Möglichkeit, daß die Inhaber der c. b. bei günstigem Kursstande der Aktien durch einen neuen Beschluß der Generalversammlung in ihren Rechten geschmälert würden.

ad 3.

In dem Beschluß muß gemäß § 158, 3 der Betrag, für den die Ausgabe der Aktien stattfindet, sowie deren Zweck festgestellt werden. Eine Bestimmung über das Hinfälligwerden des Beschlusses, falls bis zu einem bestimmten Termin die Erhöhung des Grundkapitals nicht in das Handelsregister eingetragen worden ist, ist in dem Entwurf nicht enthalten.

Die Kommission des Deutschen Juristentages sowie der Deutsche Anwaltverein[26]) hatten eine dahingehende Bestimmung gefordert. Warum sie in dem Entwurf nicht aufgenommen worden ist, ist schwer verständlich. Als Ersatz kann die Bestimmung des § 166, 3 angesehen werden. In ihm wird bestimmt, daß der Vorstand bei der Anmeldung der Erhöhung die Erklärung abzugeben hat, daß die Bezugsaktien (für unseren Fall besser: Umtauschaktien) nur in Erfüllung des in dem Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung festgesetzten Zweckes ausgegeben sind. Hierdurch wird Mißbräuchen mit den nicht eingereichten Aktien zwar vorgebeugt. Zweckmäßiger wäre jedoch eine Bestimmung gewesen, daß nach Ablauf der Umtauschfrist die bis dahin noch nicht zur Eintragung gelangte Erhöhung nicht mehr durchgeführt werden kann, d. h. daß der Beschluß für diesen Teil der Aktien hinfällig geworden ist. Denn nach der Umtauschfrist kann ein Umtausch seitens der Inhaber der c. b. nicht mehr vorgenommen werden, so daß auch eine weitere Kapitalerhöhung nicht mehr gerechtfertigt werden kann. Mit der geforderten Bestimmung hätte sich die Rechtssetzung besser den wirtschaftlichen Verhältnissen angepaßt.

ad 4.

Der Gesamtnennbetrag der neuen Aktien darf gemäß § 157, 3 nicht mehr als die Hälfte des Grundkapitals betragen.

Dieselbe Anregung gaben die Kommission und der Deutsche Anwaltverein[27]). Durch diese Bestimmung wird vermieden, daß bei hohem Kursstande der Aktien eine allzugroße Verwässerung der Anteilsrechte stattfindet; sie bedeutet also einen gewissen Schutz für die Aktionäre. Ev. wäre es sogar ratsam gewesen, den Prozentsatz noch niedriger zu halten, denn mit dessen Sinken vermindert sich gleichzeitig die Möglichkeit des Erleidens von Verlusten für die Aktionäre.

---

26) a. a. O. S.
27) a. a. O. S. 54.

Wenn man dennoch von einem niedrigeren Hundertsatz abgesehen hat, so geschah das wohl aus dem Grunde, weil die Kapitalerhöhung nur mit ¾ des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden kann. Mit Rücksicht auf diese im § 158 getroffene Bestimmung wird man die Rechte der Aktionäre durch diese Regelung nicht als betroffen ansehen können.

ad 5.

Nach einem in § 159 geregelten gerichtlichen Vorprüfungsverfahren haben, wenn das Gericht keine Beanstandungen macht, gem. § 161 Vorstand und Vorsitzender des Aufsichtsrates bezw. dessen Stellvertreter den Beschluß zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden. Hiermit entsteht für den Bezugsberechtigten der Anspruch auf Zuteilung der Aktien. Die Abgabe einer Zeichnungserklärung wird für entbehrlich angesehen. Das Bezugsrecht wird gemäß § 163, 1 u. 2 durch schriftliche Erklärung ausgeübt, die die gleiche Wirkung wie die Abgabe einer Zeichnungserklärung hat. Nach Ausübung des Umtauschrechtes seitens der Besitzer der c. b. hat der Vorstand spätestens innerhalb eines Monats nach Ablauf des Geschäftsjahres zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, inwieweit die Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von Umtauschaktien durchgeführt worden ist.

Auf die Bestimmung, daß neben dem Vorstand auch noch der Vorsitzende des Aufsichtsrates (den es gesetzlich nicht zu geben braucht, trotzdem er in praxi wohl ausnahmslos besteht) die Anmeldung zum Handelsregister zu bewirken hat, hat der Deutsche Anwaltverein hingewiesen[28]). Er empfahl diese Regelung „mit Rücksicht auf die besondere Bedeutung einer bedingten Kapitalerhöhung". — Bei der Bestimmung betr. Abgabe eines Zeichnungsscheines hat sich der Entwurf ebenfalls die Vorschläge der Juristenkommission zur Richtschnur genommen. Der Anwaltverein[29]) forderte die Beibehaltung des Zeichnungsscheines, da er keinen technischen Schwierigkeiten begegne. Im übrigen ist diese Bestimmung rein formal-rechtlicher Natur. Die schriftliche Erklärung hat die gleiche Wirkung wie die Abgabe einer Zeichnungserklärung[30]). — Der Zeitpunkt der Anmeldung der vorgenommenen Erhöhung durch den Vorstand in jährlichen Abständen ist ebenfalls rein formaler Natur und auf den Vorschlag der Juristenkommission zurückzuführen. Der Anwaltverein hatte monatliche Abstände vorgeschlagen[31]). Die an früherer Stelle erwähnte und von Hachenburg-Flechtheim[32]) stammende Anregung, die Eintragung

28) a. a. O. S. 55.
29) a. a. O. S. 55.
30) Aktienrechtsentwurf, erläut. Best. S. 122.
31) a. a. O. S. 55.
32) a. a. O. S. 24 ff.

immer dann vorzunehmen, wen ein bestimmter Betrag von Aktien umgetauscht worden ist (etwa RM. 100 000.—), hat ebenfalls keine Berücksichtigung gefunden. Dieser Punkt ist jedoch von untergeordneter Bedeutung.

ad 6.

In dem jährlichen Geschäftsbericht der Gesellschaft sind Angaben über das im Laufe des Jahres ausgeübte Umtauschrecht zu machen (§ 110).

Eine Bestimmung, die auf eine Anregung des Deutschen Anwaltvereins[33]) zurückzuführen ist, ist von weniger großer Wichtigkeit, da dieser Betrag schon aus der gleichzeitig mit dem Geschäftsbericht zu veröffentlichenden Bilanz ersichtlich ist.

ad 7.

Die Unterpariausgabe ist grundsätzlich verboten. Nach § 164 darf der Umtausch in dem Falle, daß die Obligationen zu einem geringeren als dem Nennwerte ausgegeben worden sind, nur vorgenommen werden, wenn der Unterschied durch Zuzahlung des Umtauschberechtigten oder aus einem Reservekonto, nicht aber dem gesetzlichen, aufgebracht wird. Nach § 158, 2 gilt die Hingabe der Schuldverschreibung nicht als Sacheinlage, wird im übrigen jedoch wie eine solche behandelt.

Über diesen Punkt hat sich die Kommission des Juristentages nicht geäußert. An früherer Stelle hat der Verfasser bereits Meinungen verschiedener Rechtswissenschaftler dargelegt, die auf dem Standpunkt stehen, daß die Forderung der Gläubiger, von der sich die Gesellschaft bei Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre befreit, maßgebend sei. Und das ist der Nennwert der Obligation bezw. deren Tilgungskurs. Anders liege der Fall dann, wenn offensichtlich der § 184 HGB umgangen werden soll, z. B. bei einem Obligationenausgabekurs von 75% bei normalem Zinsfuß.

Vom Standpunkt der Betriebswirtschaftslehre ist die Regelung über die Aufbringung der Differenz aus dem Reservekonto, nicht dem geletzlichen, — also nicht aus dem Gewinn — geradezu ein Unding. Ein nicht gesetzlicher Reservefonds wird aus zurückbehaltenen Gewinnen dotiert. Nehmen wir nun an, eine Gesellschaft habe c. b. zum Kurse von 95 ausgegeben, deren Umtauschfrist in fünf Jahren zu laufen begänne. Wenn die Geselschaft eine Zuzahlung der Obligationäre vermeiden, den Differenzbetrag beim Umtausch also aus dem Reservekonto aufbringen will, so wird sie dieses bis zur Umtauschfrist aus den jährlichen Gewinnen mit 1 dotieren. Die c. b. wird sie bei deren Ausgabe mit ihrem Nennwert bilanzieren. Als Gegenposten

33) a. a. O. S. 55 f.

kommen das Bankkonto mit 95% und das Konto Disagio mit 5% in Betracht. Durch die Buchung

Gewinn und Verlust an Reservekonto

wird jährlich 1 vom Gewinn zurückbehalten. Nach 5 Jahren wird das Konto Disagio durch die Buchung

Reservekonto an Disagio

ausgeglichen. Ohne die Bestimmung des § 164 wäre der Vorgang der gleiche gewesen. Das Konto Disagio wäre pro rata temporis ebenfalls mit jährlich 1 aus dem Gewinn getilgt worden. Die jährliche Buchung hätte dann

Gewinn und Verlust an Disagio

gelautet und das Bild wäre nach Ablauf der Umtauschfrist das gleiche gewesen. Ein Disagio kann immer nur aus dem Gewinn der einzelnen Jahre oder e i n e s Jahres getilgt werden, genau so, wie das Reservekonto (nicht das gesetzliche) nur aus zurückbehaltenen Gewinnen dotiert werden kann. Der Gesetzgeber hatte mit dieser Bestimmung eine Benachteiligung der Gläubiger vermeiden wollen (!) und meinte, sie finde insofern nicht statt, „als das Vermögen nur zwischen Reserve- und Kapitalkonto anderweitig aufgeteilt wird“[34]). Das Kapitalkonto bleibt jedoch unberührt und das Reservekonto bei Anwendung betriebswirtschaftlicher Grundsätze auch. Ein Einwand, die Sache läge anders, wenn die Gesellschaft ein seit langem bestehendes Reservekonto nicht jährlich (bis zur Umtauschfrist) dotiere, sondern ohne Dotationen während der Laufzeit bis zur Umtauschfrist nach 5 Jahren die Differenz aus dem Reservekonto ausgleiche, hält einer Kritik nicht stand. Durch solche Buchungsmethoden kann ein Gläubigerschutz nicht erreicht werden. Die Nichttilgung des Agios pro rata temporis erhöht den jährlichen Gewinn um diesen Betrag. Infolgedessen kann u. U. eine höhere Dividende ausgeschüttet werden. Und diese Ausschüttung vermindert den Gläubigerschutz. Auch der Einwand, ein Ausgleich durch das Reservekonto könne nur in Jahren der Rentabilität vorgenommen werden, weil dieses anderenfalls garnicht bestehen würde, so daß eine Zuzahlung der Umtauschberechtigten für das Disagio in diesem Falle erfolgen müsse, hält einer Kritik nicht stand. Wenn schon der Umtausch vorgenommen wird, müssen auch Gewinne erzielt worden sein. Anderenfalls werden die Obligationäre einen Umtausch nicht vornehmen. Dann wird zwischen Konto Gewinn und Verlust und Konto Disagio das Konto Reserve eingeschoben, und die Tilgung der Differenz erfolgt formal nicht aus dem Gewinn, sondern aus der Reserve!

34) Schlegelberger a. a. O. S. 2621.

Die Ansicht Brodmanns[35]), daß die Aktionäre das Disagio zu zahlen hätten, ist richtig. Aber seine Ausführungen, daß die Zuzahlung der Umtauschberechtigten das Grundkapitalkonto um diesen Betrag erhöhe, sind kaum verständlich. Eine Schädigung der Aktionäre und Gläubiger (außer den Inhabern der c. b.) kann nur durch die Bestimmung vermieden werden, daß die Differenz durch Zuzahlung der Umtauschberechtigten aufzubringen ist. —

Wenn auch nach Ansicht der meisten Juristen[36]) die Höhe des Nennwertes der c. b. bei dem Umtausch maßgebend ist, so ist dennoch einer Bestimmung betr. Zuzahlung der Differenz seitens der Umtauschberechtigten zuzustimmen, da in vielen Fällen die Feststellung schwer sein wird, ob eine Umgehung des Verbotes der Unterpariemission vorliegt oder nicht.

Im Interesse der Vereinfachung des Verfahrens gilt die Einbringung der c. b. nicht als Sacheinlage, trotzdem sie formal-rechtlich vorliegt[37]). Um allen Schwierigkeiten aus dem Wege zu gehen, hat der Gesetzgeber bestimmt, daß die Einbringung durch Aufrechnung erfolge.

ad 8.

§ 146, 1 ist von § 278, 1 HGB wörtlich übernommen worden. Diese Tatsache geht zurück auf den Vorschlag des Deutschen Anwaltvereins[38]). Damit ist eine weitere Kapitalerhöhung vor voller Einzahlung des bisherigen Kapitals, also auch des bedingten, nach dem neuen Entwurf nicht mehr möglich.

Diese Bestimmung ist dazu angetan, die Geselschaft in ihrer Dispostionsmöglichkeit betr. Vornahme weiterer Finanzierungen, insbesondere zwischen Ausgabe- und Umtauschtermin notwendig werdender Kapitalerhöhungen, stark zu hemmen. Eine Sicherung der Rechte der Obligationäre tritt durch diese Maßnahme nicht ein. Diese würde vielmehr durch eine andere, bereits an früherer Stelle vom Verfasser geforderte Bestimmung erreicht werden. Sollte eine weitere Kapitalerhöhung wünschenswert erscheinen, kann sie auf regulärem Wege nicht vorgenommen werden. Der Gesellschaft sind die Hände in dieser Beziehung gebunden. Sie müßte eine Kapitalerhöhung auf einem Umwege vornehmen, indem sie nämlich den in das Handelsregister eingetragenen Beschluß auf bedingte Erhöhung löschen läßt, alsdann die inzwischen erforderlich gewordene Erhöhung vornimmt, und darauf den vorher gefaßten und in der Zwischenzeit gelöschten Beschluß auf bedingte Erhöhung wieder zur Eintragung anmeldet. Es müßte also eine Änderung der in dem neuen Entwurf aufgenommenen Bestimmung gefordert werden. Nicht nur ist es wünschenswert, der Gesell-

35) Brodmann E., „Die Sanierung unseres Aktienwesens", Berlin-Leipzig 1931, S. 11 f.

36) so auch der Deutsche Anwaltverein a. a. O. S. 56.

37) Schlegelberger a. a. O. S. 2621.

38) a. a. O. S. 56.

schaft freie Dispositionsmöglichkeit in Bezmg auf weitere Kapitalerhöhungen zu gewähren, sondern es erscheint auch angebracht, diese Kapitalerhöhung, die auf Umwegen doch vorgenommen werden kann, in der Weise zu ermöglichen, daß die gesetzlichen Bestimmungen nicht umgangen zu werden brauchen.

So ersehen wir, daß nach dem neuen Aktienrechtsentwurf durch die Schaffung von Bestimmungen über die Ausgabe von c. b. deren Einführung nach Deutschland erleichtert werden soll.

Jedoch alle Schwierigkeiten, und gerade die wichtigsten, sind nicht behoben worden. Die erste besteht darin, daß eine weitere Kapitalerhöhung, wie bereits erwähnt, zwischen Ausgabe und Umtausch der c. b. nicht möglich ist. Die Gesellschaft ist bei eintretendem Kapitalbedarf, den sie unter Umständen am günstigsten durch Ausgabe neuer Aktien befriedigen könte, gezwungen, die Mittel zu weniger günstigen Bedingungen aufzunehmen, wenn sie die gesetzlichen Bestimmungen nicht umgehen will. Das entspricht nicht dem Prinzip der Wirtschaftlichkeit. Wie die Nachteile, die sich für die Bondsinhaber aus einer solchen Finanzierungstransaktion infolge Verwässerung der Anteilsrechte und damit verbundenen Fallens der Aktienkurse ergeben können, auf einfache Weise zu beheben sind, ist an früherer Stelle schon gezeigt worden[39]).

Zum zweiten fehlt in dem Entwurf eine Bestimmung, die die Gewährung des Bezugsrechtes auf c. b. an die alten Aktionäre vorsieht. Bei Vornahme des Umtausches erzielen die Inhaber der c. b. einen Gewinn, wenn die Gewinnschwelle überschritten wird. Dieser Gewinn geht auf Kosten der alten Aktionäre. Sind diese in dem Besitz der c. b., so tritt eine Kompensation von Gewinn und Verlust ein. Was an der Aktie verloren wird, wird an dem c. b. gewonnen. Um nun die Aktionäre vor derartigen Verlusten zu schützen, ist eine Bestimmung auf Einräumung des Bezugsrechtes auf c. b. an die Ationäre zu erlassen. Zwar haben sie der Ausgabe von c. b. durch einen Generalversammlungsbeschluß zuzustimmen; sie können das Bezugsrecht vielleicht dadurch erzwingen, daß sie im Falle des Ausschlusses desselben ihre Zustimmung zu der bedingten Kapitalerhöhung nicht geben. Dann erleiden sie aber insofern einen Nachteil, als sich die Gesellschaft die Kapitalien zu ungünstigeren Bedingungen besorgen wird, etwa durch Ausgabe von gewöhnlichen Obligationen zu höherem Zinsfuß. Die Verwaltung erleidet hierdurch nur den geringen Nachteil einer ev. Schmälerung der ihr zustehenden Tantième. Es können sich also hierdurch doch Schwierigkeiten ergeben, die sich nur durch die vorgeschlagene Bestimmung abwenden lassen.

---

39) vergl. Kap. VIII, 2 b dieser Abhandlung.

Wir kommen zu dem Ergebnis, daß der Entwurf in Bezug auf die Ausgabe von c. b. Lücken aufweist, deren Beseitigung dringend zu wünschen ist.

C. Schluß.

Empfiehlt sich eine Einführung der Convertible Bonds in Deutschland?

Es war Aufgabe der vorliegenden Abhandlung, die Entstehung der c. b. in ihrem Mutterlande, den Vereinigten Staaten von Amerika, und ihre in der Nachinflationszeit erfolgte Einführung auf dem deutschen Kapitalmarkte zu schildern. Daran schlossen sich Untersuchungen über deren Wesen sowie über deren Vor- und Nachteile an, die sich für die an ihrer Emission mittelbar oder unmittelbar beteiligten Kreise ergeben könen.

Wenn wir uns jetzt zum Abschluß mit der Frage beschäftigen wollen, ob sich ihre Einführung nach Deutschland empfiehlt, so gehen wir von dem Gedanken aus, daß die Antwort nur dann negativ ausfallen kann, wenn die Nachteile im Vergleich zu gewöhnlichen Schuldverschreibungen so schwerwiegend sind, daß sie zu Bedenken Anlaß geben. Würden nur Vorteile vorhanden sein, wäre gegen ihre Einführung nichts einzuwenden und eine Untersuchung überflüssig. Aber an früherer Stelle haben wir bereits gesehen, daß ihnen ebenfalls eine Reihe von Nachteilen anhaften. Zum Zwecke der Untersuchung stellen wir diese noch einmal kurz zusammen.

Nachteile ergben sich für

a) die Bondsinhaber
   1. aus einer Kurssenkung der Aktien infolge einer zwischen Emission und Umtauschfrist vorgenommenen Kapitalerhöhung,
   2. aus der Möglichkeit einer Kurssenkung der Aktien infolge Verheimlichung von Gewinnen,
   3. aus der Ungewißheit, ob sich das Umtauschrecht einmal lohnend gestalten wird.

b) die emittierende Gesellschaft
   1. aus Verschenken von Mitteln infolge hoher Aktienkurse zur Zeit des Umtausches,
   2. aus der Ungewißheit, ob ein Umtausch vorgenommen wird, und der dadurch gehemmten Dispositionsmöglichkeit,
   3. aus der Behinderung zur Vornahme inzwischen erforderlicher Finanzierungstranskaktionen.

c) **die alten Aktionäre**

aus dem Sinken des Aktienkurses bei Vornahme des Umtausches seitens der Obligationäre (Kapitalverwässerung) und der verminderten Herrschgewalt über die Gesellschaft.

Diese Zusammenstellung zeigt uns sämtliche den c. b. anhaftenden Nachteile, die bei gewöhnlichen Schuldverschreibungen nicht vorhanden sind. Wir wollen prüfen, ob und inwieweit diese vermieden werden können.

Voraussetzung für deren teilweise Abwendung ist eine Änderung der bestehenden Rechtsbestimmungen. Durch sie kann verhindert werden, daß der Inhaber der c. b. aus einer zwischen Emission und Umtauschfrist vorgenommenen Kapitalerhöhung und der dadurch herbeigeführten Verwässerung der Anteilsrechte benachteiligt wird. Dem Inhaber des c. b. ist, wie schon an früherer Stelle vorgeschlagen, das Umtauschrecht vor der Kapitalerhöhung anzubieten. Damit ist gleichzeitig die sich hieraus automatisch ergebende Bestimmung zu treffen, daß Kapitalerhöhungen (Punkt 3 b) zwischen Emission und Umtauschfrist vorgenommen werden dürfen. Ebenfalls ist bereits gesagt worden, daß der sich für die alten Aktionäre ergebende Nachteil der Verwässerung der Aktien durch Zubilligung eines Bezugsrechtes auf c. b. vermieden wird. Eine entsprechende Bestimmung wäre als zwingendes Recht zu gestalten. Das Verstecken von Gewinnen aus unlauteren Motiven wird durch die in § 262 a HGB. n. F. für Aktiengesellschaften vorgesehene Pflichtrevision verhindert werden.

So bleiben als Nachteile nur die Punkte a 3, b 1 und b 2 übrig, die auf dieselbe Ursache zurückzuführen sind: die Ungewißheit über die spätere Entwicklung des Aktienkurses. Dieser Nachteil ist nicht behebbar und abwendbar. Er muß in Kauf genommen werden.

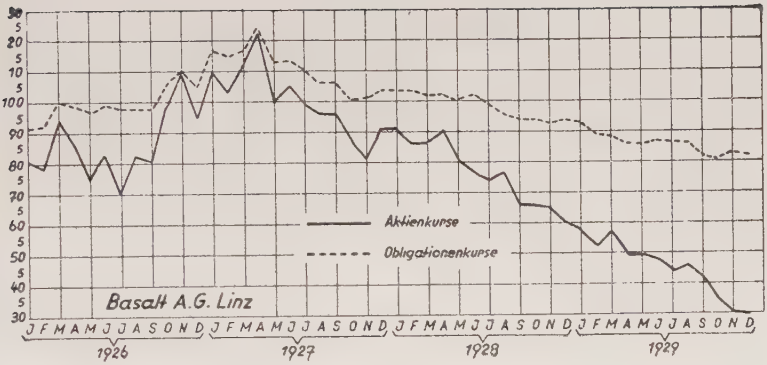
Die Obligationäre laufen Gefahr, daß sie bei niedrigem Kursstande der Aktien aus dem Umtausch keinen Gewinn erzielen können. Die Gesellschaft andererseits kann bei hohem Kursstande zum Verschenken von Mitteln gezwungen sein. Und deshalb, weil die Entwicklung des Kursstandes nicht vorauszusehen ist, bleibt die Gesellschaft darüber im unklaren, ob einmal ein Umtausch vorgenommen werden wird oder nicht. Hierdurch wird sie in ihrer Dispositionsmöglichkeit gehemmt.

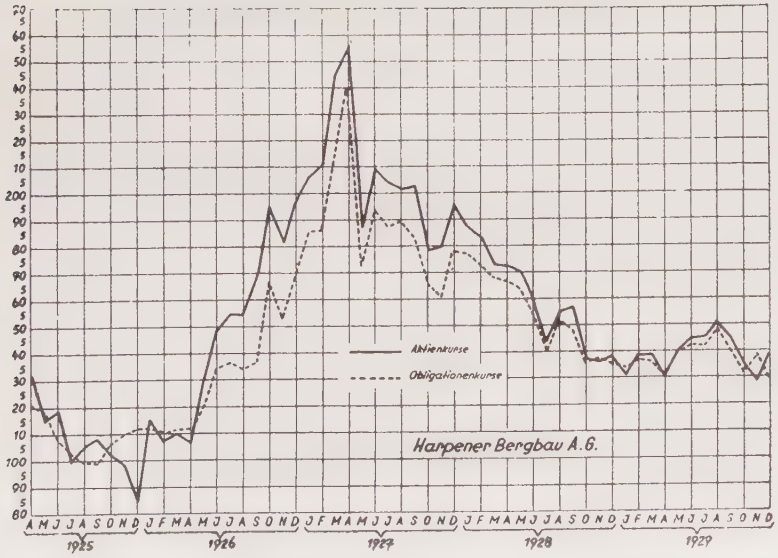
Diese Nachteile sind jedoch nicht so schwerwiegend, daß aus ihnen schlechthin eine Ablehnung der Einführung von c. b. nach Deutschland abgeleitet werden könnte. Ihnen stehen Vorteile gegenüber. Die Gesellschaft hat die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung mit Hilfe von c. b. schlechthin, außerdem zu einem niedrigeren Zinsfuß als demjenigen für gewöhnliche Schuldverschreibungen. Man darf nicht vergessen, daß sie die Chance, die für die Inhaber in der Erzielung eines hohen Gewinnes bei günstigem Kursstande der Aktien liegt, nicht

verschenkt, sondern verkauft hat. In der niedrigeren Verzinsung liegt der Kaufpreis, den die Inhaber zahlen müssen. Und unter Berücksichtigung dieses Preises wird der Gewinn, den die Inhaber später unter Umständen erzielen, nicht mehr so hoch sein, wie er auf den ersten Blick erscheinen mag. Auch wird die Gesellschaft schon einige Zeit vor Beginn der Umtauschfrist in vielen Fällen die zukünftige Kursgestaltung, jedenfalls aber deren Tendenz, überblicken können. Von der Kursgestaltung ist die Vornahme des Umtausches der c. b. seitens der Obligationäre abhängig. Die Gesellschaft wird also nie vollkommen in ihrer Dispositionsmöglichkeit gehemmt sein.

Wenn auch für den Inhaber des c. b. das Umtauschrecht illusorisch werden kann, so steht dem aber immer die Gewinnchance gegenüber. Er hat sie zwar bezahlen müssen, aber mehr als den für sie gezahlten Preis kann er nie verlieren. Und daraus, daß er unter Umständen diesen Preis umsonst gezahlt hat und für ihn keinen Gegenwert erhält, dürfte eine Ablehnung der Einführung von c. b. nach Deutschland nicht gefolgert werden. Denn dann müßte man auch noch die letzte Konsequenz ziehen und die Aktie ablehnen.

So möchte der Verfasser das Ergebnis der vorliegenden Arbeit dahin zusammenfassen, daß unter der Voraussetzung der von ihm vorgeschlagenen Gesetzesänderungen der Einführung von c. b. nach Deutschland nichts in den Weg gestellt werden sollte.


Aktienkurse
Obligationenkurse
Basalt A.G. Linz
J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D
1926
1927
1928
1929


Aktienkurse
Obligationenkurse
Harpener Bergbau A.G.
A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D J F M A M J J A S O N D
1925
1926
1927
1928
1929

Literaturverzeichnis.

Barth: „Die Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaft" in D.A.Z. Nr. 602 v. 18. 12. 1926.

Baumgarten: „Wandelanleihe und Aktie" in B.B.C. Nr. 554 v. 27. 11. 1926.

Bernicken: „Bedarf es zur Einführung der Convertible Bonds einer Aenderung des Aktienrechts?" in Frankfurter Ztg. Nr. 809 v. 29. 10. 1924.

— „Das Bezugsrecht der Aktionäre in rechtlicher und banktechnischer Hinsicht". Gesellschaftsrechtl. Abhandlungen, herausg. v. Arthur Nußbaum, Heft 7, Berlin 1928.

Berstling: „Der erste deutsche convertible bond", in Hbg. Cour. Nr. 64 v. 7. 2. 1925.

Blümich-Hoffmann: „Reichssteuergesetze" Berlin 1931.

Böhler: „Neuzeitliche Effektentypen" in Schweiz. Handelswissenschaftl. Ztg., Jhrg. 1930 Heft 11 und 12.

Braun: „Le régime des Sociétés par Actions aux Etats-Unis", Paris 1924.

Brodmann: „Convertible Bonds und Aktie" i. B. A. XXVI, S. 311 ff.

— „Die Sanierung unseres Aktienwesens", Berlin-Leipzig 1931.

Cosack: „Eigene Aktien als Bestandteile des Vermögens einer Aktiengesellschaft", Sonderabdruck aus der Festschrift zur Dritten Jahrhundertfeier der Universität Gießen, 1907.

Deutscher Anwaltverein: Druckschrift Nr. 20 „Zur Reform des Aktienrechts", Antworten auf die Fragen des Reichsjustizministers, I. Teil, Leipzig 1929.

Deutscher Industrie- und Handelstag: „Zur Aktienrechtsreform", i. Deutsche Wirtschaftszeitung Nr. 18 v. 5. 11. 1930, S. 411 ff.

Dessauer: „Zur Frage der Convertible Bonds" i. Frankfurter Ztg. Nr. 574 v. 3. 8. 1924.

Dewing: „The financial policy of corporations", New-York 1929.

Durst: „Vorteile und Nachteile der Convertible Bonds" „(Convertibles and the investor)" i. The Bankers Magazine (NewYork) Nr. 4 v. Okt. 1929.

Esch: „Die Hauptarten der amerikanischen Bonds unter besonderer Berücksichtigung der Convertible Bonds und die Einführung der letzteren in Deutschland" Diss. Erlangen 1928.

Fleischer: „Neue Obligationstypen" i. Bankwissenschaft Jhrg. 1926 S. 57 ff.

Friedmann: „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?" Jur. Wo. Jhrg. 1924, S. 1831 f.

Geiler: „Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts", Gesellsch.... Abh. Heft 6, Berlin 1927.

Gerstenberg: „Materials of Corporation Finance" 5 th ed. New-York 1925.

Giesecke: „Soll bei einer künftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherungen an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?" i. D.J.Z. Jhrg. 1926 S. 1292 ff.

Goldmann: „Neue Wege zur Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften unter besonderer Berücksichtigung der convertible bonds. Ein Beitrag zur Aktienrechtsreform". Diss. Berlin 1929.

Grau: „Aktien oder Obligationen" i. Der Deutsche Volkswirt Nr. 52 v. Sept. 1929.

Hachenburg-Flechtheim: „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?“ B. A. XXIV, S. 24 ff.
Hartmann: „Convertible Bonds“ i. B. A. XXIV, S. 70 ff.
Heilbrunn: Neue Formen der Finanzierung von Aktiengesellschaften“ i. Frankf. Ztg. Nr. 517 v. 13. 7. 1924.
Heinrici: „Zur Frage der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften“ Gruch Beitr. 67, 353.
Heymann: „Aus der englischen Finanzierungspraxis“ i. B. A. XI, S. 91 ff.
Hoffmann: „Die Convertible Bonds“ i. Wirtschaftsdienst Jhrg. 1924, S. 1681 ff.
Horrwitz: „Schutz- und Vorratsaktien“, Ges. Abh... Heft 1, Berlin 1926.
Hundhausen: „Anleihen und Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung“ Z. f. h. F. Nr. 1—3.
Huppertz: „Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere „Mischformen“ als Mittel der Kapitalbeschaffung der Aktiengesellschaften der Vereinigten Staaten von Amerika“ Diss. Köln 1930 (Auszug i. Z. f. B.).
Heraeus: Die Wirkungen des rechtlich-wirtschaftlichen Aufbaus der Unternehmungsformen auf die Kapitalbeschaffung der erwerbswirtschaftlichen Unternehmungen“ Diss. Frankfurt a. M. 1928.
Kalisch: „Licht- und Schattenseiten der Convertible Bonds“ i. Frankf. Ztg. Nr. 840 v. 9. 1. 1924.
— „Echte und unechte Convertibles“, i. B. T. Nr. 70 v. 11. 2. 1925.
— „Convertible Bonds“ i. „Auslandsrecht“, Blätter für Industrie und Handel, Jhrg. 1925 Nr. 41.
— „Convertible Bonds“ i. Jur.Wo. 1925, S. 573 f.
— „Das amerikanische Aktienrecht als Vorbild für das deutsche Recht?“ Jur.Wo. 1927, S. 650 ff.
Kalveram: „Finanzierung durch Effekten in Nordamerika und England“ i. Z. f. B. I S. 414 ff; II S. 219 ff. 505 ff.
— „Obligationen mit Zusatzrechten“ i. Bankwissenschaft v. 5. 2. 1930.
— „Die amerikanische Finanzierungsliteratur“ i. Betriebswirtschaft Nr. 3 v. März 1930.
— Buchhaltung“ i. Sammlg. „Die Handelshochschule“ Bd. I, Kap. II, Berlin-Wien 1927.
Koch F.: „Convertible Bonds“ i. Voss. Ztg. N. 302 v. 18. 12. 1926.
Koch H.: „Convertible Bond, ein Mittel moderner Kapitalbeschaffung“, Mitteilungen des Jenaer Instituts für Wirtschaftsrecht 1925, 44
Koeppel: „Eine Bilanzfrage“ i. B. A. XXV, S. 190, 317.
— „Gesellschaftssteuer bei Convertiblen Bonds“ i. B. A. XXIV, S. 395 ff.
Küpfer: „Gründung, Finanzierung und Sanierung der Aktiengesellschaften“ des Staates New-York“ Bern 1922.
Klucki: „Convertible Bonds“, Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers Nr. 7 vom August 1929.
Keßler: „Kommentar zum Kapitalverkehrssteuergesetz“ 2. Aufl. Berlin-Mannheim-Leipzig 1927.
Lehmann: „Convertible Bonds und deutsches Aktienrecht“ i. Frankf. Ztg. Nr. 527 v. 17. 7. 1924.
Lehmann: „Soll bei einer zukünftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht in grundlegenden Fragen stattfinden?“ Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages I. Bd. 1926, S. 258 ff.
— „Die Aktienrechtsreform“ i. Betriebswirtschaft Nr. 11 v. Nov. 1930.

Liefmann: „Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften" 4. Aufl. Jena 1923.
Lincoln: „Applied Business finance" 2 nd ed. Chicago-New-York-London 1924.
Ludewig: „Hauptprobleme der Reform des Aktienrechts" Marburg 1929.
Mead: „Corporation Finance" 5 th ed., New-York-London 1925
Melchior: „Convertible Bonds (in Aktien umtauschbare Schuldverschreibungen)" i. B. A. XII, S. 354 ff.
Mildebrath: „Wandelobligationen" i. Wirtschaftliche Beilage zur Handelschulwarte Jhrg. 1926 S. 29 f.
Mirre: „Steuerfragen bei Wandelanleihen" i. Mitteilungen der Steuerstelle des Reichsverbandes der Deutschen Industrie 12. Jhrg. 1929 Nr. 9.
Netter: „Convertible Bonds nach geltendem Recht" i. B. A. XXIV, S. 259 ff.
— „Convertible Bonds. Ein Beitrag zur Diskussion über die Zulässigkeit im Rahmen des bestehenden Aktienrechts" i. B. T. Nr. 36 v. 22. 1. 1925.
— „Convertible Bonds im Aktienrecht" i. Voss. Ztg. Nr. 90 v. 15. 4. 1925.
Nelson: „Readings in Corporation Finance" New-York 1926.
Nußbaum: „Aktionär und Verwaltung" Gesellsch.-Abh.... Heft 8, Berlin 1928.
Passow: „Der Sturkturwandel der Aktiengesellschaft" Jena 1930.
Prion: „Die Preisbildung an der Wertpapierbörse" 2. Aufl. Leipzig-München 1929.
— „Aktienkurs und Rente" i. Z. f. H. u. H. Jhrg. 1928 Heft 1 und Technik und Wirtschaft Jhrg. 1927 H. 11.
Rasch: „Wandelschuldverschreibungen (Convertible Bonds) nach nordamerikanischem und deutschem Recht" Mannheim-Berlin-Leipzig 1929.
Reichsverband der Deutschen Industrie: Zur Aktienrechtsreform" i. Die Wirtschaft und das Recht Jhrg. 1930, Heft 1.
Ripley: „Railroads Finance and Organization", New-York 1920.
Rickie: „Für und wider Convertible Bonds", eine Betrachtung vom amerikanischen Standpunkte" i. Industrie- und Handelsztg. Nr. 172 v. 25. 7. 1925.
Richter: „Eine Bilanzfrage" i. B. A. XXV, S. 316.
Rießer: „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung durch Aktiengesellschaften?" i. D. J. Z. Jhrg. 1924, 677 f.
Rosendorff: „Die Goldmarkbilanz" herausgegeben im Auftrage der Industrie- und Handelskammer Berlin, Berlin 1924.
Rosenthal: „Amerikanische Bonds", Münchener volkswirtschaftl. Studien, herausgegeben v. L. Brentano und W. Lotz Bd. 116, Stuttgart-Berlin 1912.
Ruth: „Eigene Aktien und Verwaltungsaktien", Gesellsch. Abh... Heft 9, Berlin 1929.
Schmalenbach: „Finanzierungen", 4. Aufl. Leipzig 1928.
Schmidt: „Die Industriekonjunktur- ein Rechenfehler!", Berlin-Wien 1927.
— „Die organische Tageswertbilanz" 3. Aufl. Leipzig 1929.
Schmulewitz: „Die Verwaltungsaktie — Herrschafts- und Vorratsaktie — ihre rechtlichen und wirtschaftlichen Grundlagen" Rechtsvergleichende Abhandlungen III, herausgegeben v. Titze und Wolff, Berlin 1927.
Schlegelberger: „Probleme des Aktienrechts" Leipzig 1926.
— „Der Entwurf eines Gesetzes über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien" i. Jur. Wo. 59. Jhrg. II. Bd. S. 2617 ff.

Schmoelder: „Die amtliche Enquete zur Vorbereitung der Reform des Aktienrechts" i. Jur. Wo. 58. Jhrg. II. Bd. S. 1338 ff.
Schweitzer: „Liquidität" Art. i. H.D.B. III Bd., Sp. 1180 ff. Berlin 1927.
Singer: „Die amerikanischen Bahnen und ihre Bedeutung für die Weltwirtschaft" Berlin 1909.
Sintenis: „Schuldverschreibungen mit Umtauschrecht (Convertible Bonds) und mit Bezugsrecht" i. B. A. XXVI S. 52 ff.
— „Der Aktienrechtsentwurf" i. B. A. XXIV, S. 461 ff.
Solmssen: „Die Beschaffung von Krediten im Auslande" Vortrag, gehalten in der juristischen Gesellschaft zu Berlin, abgedr. i. B. A. XXIV, S. 233 ff.
— „Probleme des Aktienrechts unter besonderer Berücksichtigung ihrer Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika" i. B. A. XXVI, S. 21 ff.
Siegelberg: „Die Notwendigkeit der Schaffung neuer Wertpapiertypen" i. B. A. XXIV S. 165 ff.
Springer: „Aenderungen des Aktienrechts zwecks Erleichterung von Kapitalbeschaffungen?" i. B. A. XXIV, S. 4 ff.
Starke: „Die Convertible Bonds, neue Versuche der Kapitalbeschaffung" i. Die Industrie Jhrg. 1925, S. 733 ff.
Staub: „Kommentar zum Handelsgesetzbuch" 12. und 13. Aufl. Berlin-Leipzig 1926.
Staudinger: Kommentar z. bgl. Gesetzbuch 2. Aufl. München 1906.
Theisinger: „Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung" Betriebsw. Abhandl. Bd. VIII, Stuttgart 1928.
— „Die Sicherheit unserer festverzinslichen Wertpapiere" i. Bankwissenschaft 8. Jhrg. S. 553 ff.
Tripp: „Eindringen der Convertible Bonds in die deutsche Wirtschaft" i. Deutsche Wirtschaftszeitung Jhrg. 1925, S. 576 f.
Urbanczyk: „Aktienmäßige Schuldverschreibungen, ihr Wesen und ihre Bedeutung für die Aktiengesellschaft unter besonderer Berücksichtigung der umwandelbaren Schuldverschreibung" Diss. Frankfurt Nr. 1432.
Verhandlungen des 33. Deutschen Juristentages 1925 (Heidelberg).
Verhandlungen des 34. Deutschen Juristentages 1926 (Köln).
Walther V.: Convertible Bonds im amerikanischen Recht und ihre Einführung in Deutschland" Diss. Göttingen 1927.
Waldecker: „Deutsche Convertible Bonds. Das Heidelberger Gutachten des Deutschen Juristentages" i. B. T. Nr. 135 v. 20. 3. 1925.
Weinbach: „Das Kapitalverkehrssteuergesetz" 3. Aufl. Berlin 1928.
Wertheimer: „Amerikanische und deutsche Kapitalbeschaffungsformen" i. Frankf. Ztg. v. 19. 7. 1924.
Wenkel: „Behelfsmäßige Convertible Bonds" i. Magazin der Wirtschaft Jhrg. 1925 S. 129 ff.
Wietfeld: „Die zivil- und steuerrechtliche Bedeutung der Wandelanleihe (Convertible Bonds)" i. Deutsche Steuerztg. XVII. Jhrg. 1928, S. 1072 ff.
— „Wandelanleihe und Kapitalverkehrssteuer" i. Mitteilungen des Reichsverbandes der Deutschen Industrie, 12. Jhrg. 1929, S. 425 ff.
Witzenhausen: „Optionen auf dem deutschen Effektenmarkt" i. Z. f. H. u. H. Heft 1 v. Januar 1928.
Wolfgang: „Die Kursbildung am Rentenmarkt" Betriebswirtsch. Abhandl. Bd. XVI, Stuttgart 1931.
Zedermann: „Zur Emissionstechnik der deutschen Convertible Bonds" i. „Auslandsrecht", Blätter für Industrie und Handel Jhrg. 1925, S. 289 ff.

„Convertible Bonds“ i. „Die Bank“ Jhrg. 1925, S. 124 f.
„Die neuen Wege der Kapitalbeschaffung“ i. Magazin der Wirtschaft Jhrg. 1925, S. 378.
„Convertible Bonds der I. G. Farbenindustrie“ i. Der Deutsche Volkswirt 2. Jhrg., Beilage zu Nr. 11 v. 16.12.1927.
„Eingabe der Industrie- und Handelskammer Ffm.-Hanau an den Reichsjustizminister“ i. Frankf. Ztg. Abendblatt v. 26.7.1924.
„Finanzierungsformen und Aktienrecht“ i. Frankf. Ztg. Abendblatt v. 26.7.1924.
Magazin der Wirtschaft Jhrg. 1925: S. 175, 332; Jhrg. 1926: S. 82, 1718.
Reichsgesetzblätter.
Reichstagsdrucksachen.
Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen.
Entscheidungen des Reichsfinanzhofes.

Lebenslauf.

Ich wurde am 8. Mai 1909 als Sohn des Arztes Dr. med. Karl Dallwig in Köln-Mülheim geboren. Nach Besuch einer Vorschule und des Gymnasiums, das ich mit der Reife für Obersekunda verließ, erfuhr ich meine praktische kaufmännische Ausbildung bei der Firma Gebr. Röchling in Bremen. Die Sonder-Reifeprüfung bestand ich Ostern 1929 vor dem Provinzialschulkollegium Kassel.

Meine wissenschaftliche Ausbildung erhielt ich an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Frankfurt, an der ich mich im April 1928 immatrikulierte. Im Februar 1931 bestand ich die kaufmännische Diplomprüfung.

Kurt Dallwig